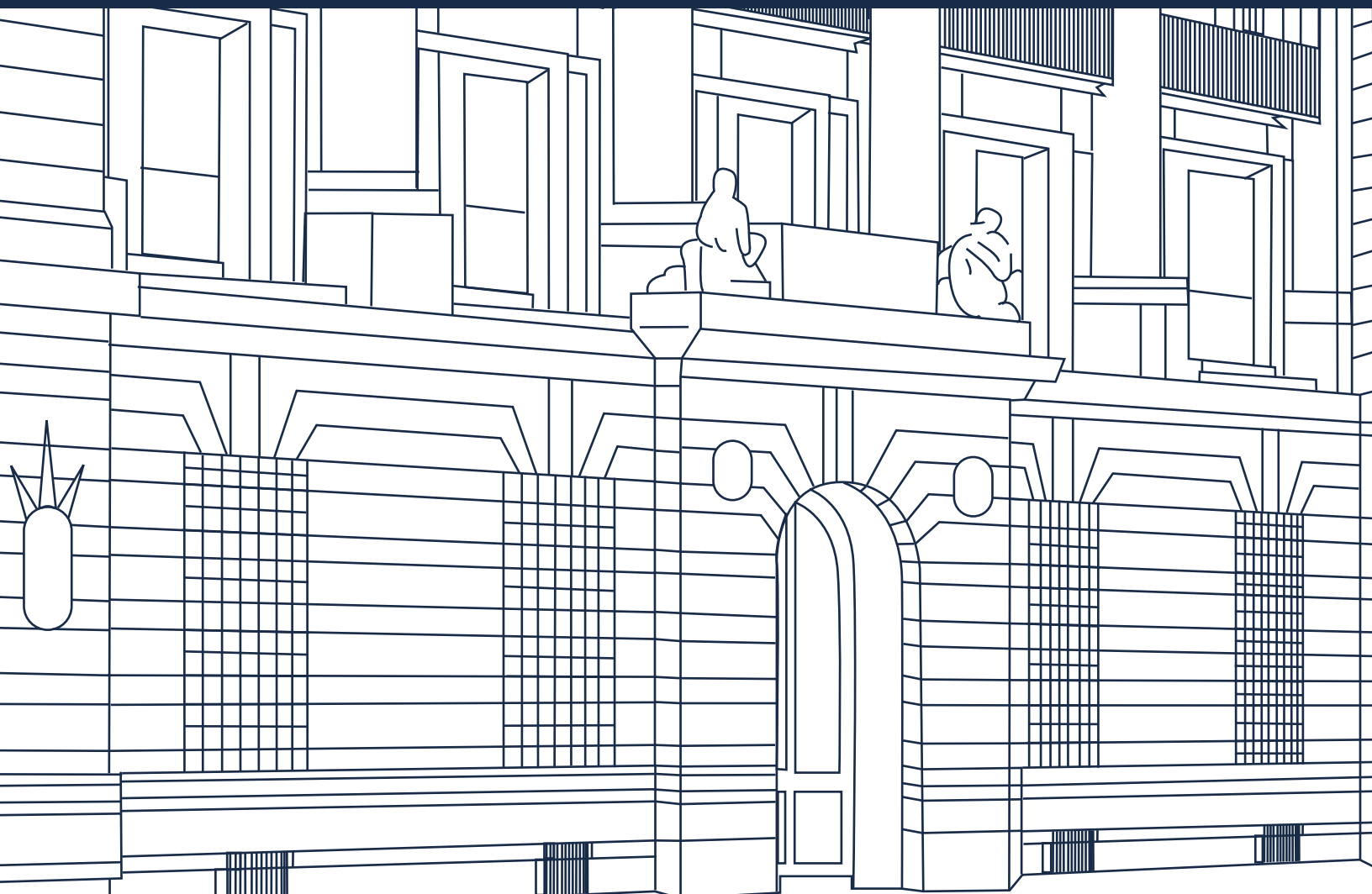




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 19

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 26 de abril de 2013



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México, Distrito Federal.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 25 de abril de 2013.

1.3. Asistentes:

Dr. Agustín Guillermo Carstens Carstens, Gobernador y presidente de la sesión.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. Fernando Aportela Rodríguez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

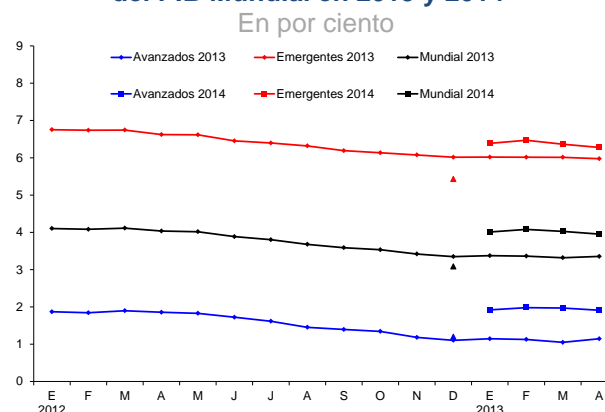
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

En los últimos meses, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se estabilizaron, como resultado de las medidas adoptadas por las autoridades de las principales economías avanzadas para apoyar la recuperación y el funcionamiento de los mercados financieros (Gráfica 1). No obstante, la actividad económica global se mantiene en general débil, con diferencias importantes entre regiones, y dependiente de estímulos monetarios y fiscales significativos por parte de las economías avanzadas.

Gráfica 1
Evolución de las Expectativas de Crecimiento del PIB Mundial en 2013 y 2014^{1/}



1/ Se calcula un promedio ponderado por región, utilizando como ponderador la participación del PIB de cada país basado en la paridad de poder de compra respecto al PIB total mundial en el año correspondiente. El marcador de triángulo se refiere a la cifra de 2012.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Fondo Monetario Internacional y de *Consensus Forecasts*.

Durante los primeros meses del año, diversos indicadores de la actividad económica en Estados Unidos mostraron una mejoría mayor a la prevista al disiparse algunos de los factores que afectaron el crecimiento en el último trimestre de 2012. Sin embargo, recientemente la recuperación económica parece haber perdido cierto dinamismo.

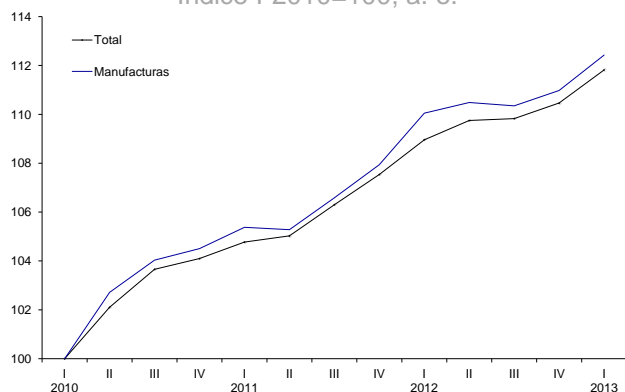
La moderada recuperación de la actividad económica refleja la existencia de factores estructurales adversos. Entre los factores estructurales destacan los cambios demográficos en Estados Unidos, derivados del envejecimiento de la población y que están incidiendo negativamente sobre el crecimiento de mediano plazo de la economía. Esto último a través de una disminución en la participación laboral, cambios en la estructura y dinamismo del consumo de los hogares y mayores presiones sobre el gasto público en seguridad social y salud.¹

En adición a lo anterior, existen diversos factores cíclicos que están operando en direcciones opuestas. En particular, durante el primer trimestre de 2013, la producción industrial en Estados Unidos continuó registrando una recuperación, al pasar de un crecimiento de 2.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2012 a 5.0 en el primero de 2013

¹ La tasa de participación laboral, definida como la fuerza laboral como porcentaje del total de la población civil, se espera continúe disminuyendo en el mediano plazo, a pesar de la posible reintegración de trabajadores al mercado laboral en el corto plazo, dado el envejecimiento esperado de la población.

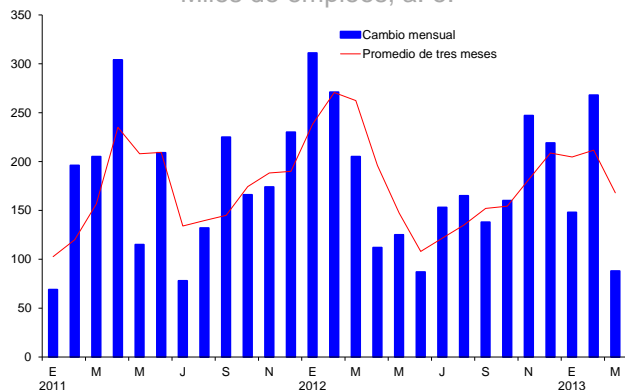
(Gráfica 2). En contraste, se observó una importante desaceleración en el crecimiento de la nómina no agrícola hacia finales del primer trimestre de 2013. El número de nuevas plazas pasó de 148 y 268 mil en enero y febrero, respectivamente, a tan sólo 88 mil en marzo (Gráfica 3). Dicha desaceleración se dio en la mayoría de los sectores. De igual forma, las tasas de contrataciones y renuncias a principios del año también apuntan a una persistente debilidad del mercado laboral.

Gráfica 2
EUA: Producción Industrial y Manufacturera
Índice I-2010=100, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Gráfica 3
EUA: Nómina No Agrícola
Miles de empleos, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

En lo que respecta a la demanda, el gasto en consumo privado en Estados Unidos se recuperó durante los primeros dos meses del primer trimestre de 2013, apoyado por una disminución en la tasa de ahorro que contrarrestó la caída observada en el

ingreso personal disponible. Esto último fue resultado de la mayor carga fiscal. No obstante, diferentes indicadores apuntan a una desaceleración del consumo privado hacia finales del primer trimestre de 2013.

Por su parte, el mercado de la vivienda y el sector de la construcción residencial han seguido apoyando la recuperación de la economía. Las ventas de casas nuevas repuntaron durante el primer trimestre de 2013, reflejándose en un aumento en la actividad de construcción residencial y en los precios de las casas.

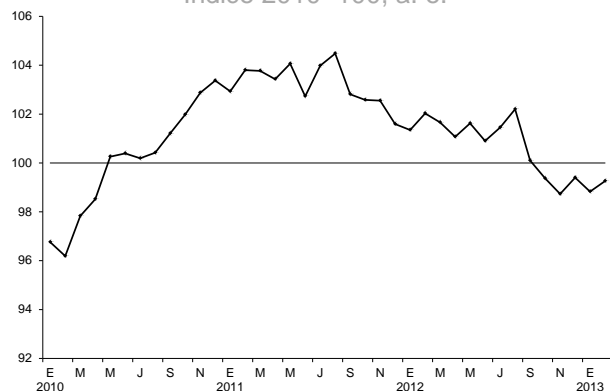
Si bien la aprobación de la “*American Taxpayer Relief Act*” al inicio de 2013 eliminó la amenaza inmediata que representaba el significativo ajuste fiscal (el denominado “*Fiscal Cliff*”), la entrada en vigor a principios de año de algunas medidas continuó restando dinamismo al crecimiento de la actividad económica.² Además, quedan por resolver varios aspectos fiscales que están generando incertidumbre y afectando la recuperación de la economía. En este contexto, la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal para asegurar una trayectoria de deuda sostenible en el mediano plazo, representa un factor de vulnerabilidad de suma importancia para la recuperación económica de Estados Unidos.

En resumen, después de un repunte en el crecimiento de Estados Unidos mayor al previsto en los primeros meses de 2013, los indicadores de actividad más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento se moderará en el segundo trimestre de 2013.

En la zona del euro, la información disponible apunta a una nueva caída del PIB en el primer trimestre de 2013 (Gráfica 4). Así, el necesario proceso de consolidación fiscal, la fragilidad del sistema bancario y el proceso de desendeudamiento en curso en las economías de la periferia han mantenido a la región en recesión, lo que se ha reflejado en una continua debilidad del crédito bancario.

² Aumentos en el impuesto a la nómina de 4.2 a 6.2 por ciento, a los impuestos para familias de altos ingresos y a partir de marzo la implementación de recortes automáticos al gasto (“*Sequestration*”).

Gráfica 4
Zona del Euro: Producción Industrial
 Índice 2010=100, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Eurostat.

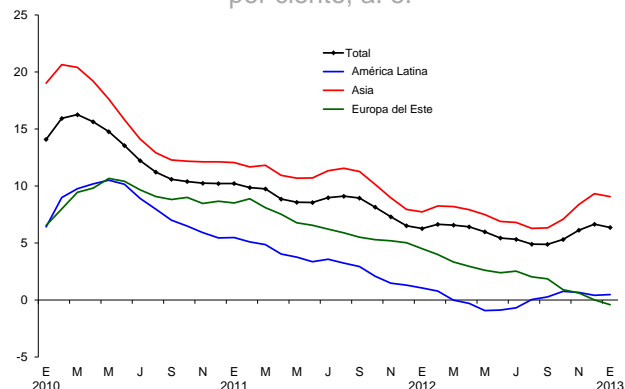
En Japón, las perspectivas de crecimiento en la economía han mejorado en el corto plazo ante el anuncio de un mayor estímulo fiscal y sobre todo de una expansión monetaria sin precedente. Sin embargo, persisten dudas de la efectividad de la estrategia en el mediano plazo, principalmente por la incertidumbre si dichas medidas estimularán efectivamente la demanda agregada que ha estado deprimida estructuralmente por un largo periodo. Luego de mostrar un avance moderado en el cuarto trimestre de 2012, la economía inició 2013 con un mayor dinamismo. En particular, la producción industrial siguió recuperándose a principios de año. Por su parte, el gasto en consumo privado y las importaciones tuvieron una expansión sólida durante el primer trimestre de 2013, a la vez que el gasto de las empresas y las exportaciones han venido repuntando.

En las economías emergentes, el crecimiento de la actividad parece haberse moderado en los primeros meses de 2013, aunque persisten importantes diferencias a nivel regional. La disminución en el ritmo de expansión de la producción industrial en estas economías responde principalmente a un menor incremento de las exportaciones, ante la debilidad en la demanda externa (Gráfica 5).

Los precios internacionales de los productos primarios registraron una caída casi generalizada en las últimas semanas. En el caso del petróleo, sus precios disminuyeron debido, entre otros factores, a la reducción de las estimaciones de demanda de crudo de las economías avanzadas para este año de la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés), ante un entorno de crecimiento mundial débil. También

influyó la perspectiva de un incremento en la producción de petróleo de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), particularmente en Estados Unidos y Canadá. Por su parte, los precios de los granos registraron una disminución, en particular los del maíz, como reflejo de la expectativa de mejores cosechas del actual ciclo agrícola en América del Sur. Además, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, por sus siglas en inglés) revisó en abril de 2013 al alza sus pronósticos de inventarios mundiales de los principales granos, lo cual fue resultado principalmente de una revisión a la baja en las proyecciones de demanda de granos en Estados Unidos y China.

Gráfica 5
Economías Emergentes: Producción Industrial
 Variación anual del promedio móvil de 3 meses en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: CPB Netherlands.

La inflación en las principales economías avanzadas y emergentes ha permanecido en general en niveles bajos. En un entorno en el que la actividad económica mundial sigue débil, los precios internacionales de las materias primas registran una tendencia a la baja y no se prevén presiones inflacionarias en la mayoría de los países, se espera que la política monetaria siga siendo acomodaticia en gran parte de las economías avanzadas y emergentes, e inclusive, en algunos casos, se prevén relajamientos adicionales.

En Estados Unidos, la inflación general anual disminuyó de 2.0 por ciento en febrero a 1.5 por ciento en marzo, lo que reflejó principalmente una caída en los precios de la gasolina. La inflación subyacente también declinó en este periodo, de 2.0 a 1.9 por ciento. En su reunión de política

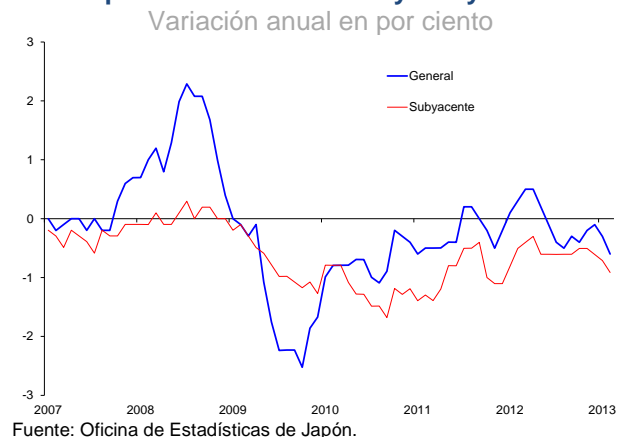
monetaria de marzo, la Reserva Federal ratificó su decisión de mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0-0.25 por ciento. En su comunicado, la Reserva Federal también reiteró que anticipa que el rango excepcionalmente bajo para la tasa de interés objetivo será apropiado al menos en tanto la tasa de desempleo permanezca por encima de 6.5 por ciento, las proyecciones de inflación entre uno y dos años no superen 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan estables. A este respecto, los participantes en la reunión de política monetaria estimaron que la primer alza en la tasa de fondos federales se dará en 2015, siempre y cuando las condiciones económicas se mantengan en línea con sus pronósticos de desempleo e inflación.

Adicionalmente, en su comunicado la Reserva Federal refrendó el anuncio de que continuará con la compra de valores por 85 mil millones de dólares mensuales. Al respecto, en las minutas de dicha reunión, aunque condicionándola a una sólida mejoría en el mercado laboral, varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) señalaron que en el curso de las siguientes reuniones podría ser aconsejable reducir el monto de compra de activos. Cabe señalar, sin embargo, que estas opiniones se expresaron antes de que se dieran a conocer una serie de indicadores que apuntan a un mayor debilitamiento de la economía de Estados Unidos, destacando el reporte de empleo de marzo. De hecho, las tasas de los bonos del Tesoro de largo plazo han retornado al nivel que tenían en diciembre pasado cuando esta medida se anunció por primera vez. Así, la expectativa del mercado es que la reducción en el monto de compra de activos no sucederá en el futuro inmediato.

En la zona del euro, la inflación general anual continuó con su tendencia descendente al disminuir de 1.8 por ciento en febrero a 1.7 por ciento en marzo de 2013, debido en buena medida a los menores precios de la energía y a la recesión en la que está sumida la zona. Así, la inflación se encuentra por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) de una inflación menor pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 1.5 por ciento en marzo. El BCE mantuvo sin cambio su tasa de política en su reunión de política monetaria de abril de 2013, cuando destacó que ante la debilidad que continúa mostrando la actividad económica, mantendrá una política monetaria acomodaticia por el tiempo que sea necesario.

En Japón, la inflación se mantuvo en febrero de 2013 en terreno negativo por noveno mes consecutivo. De hecho, en este último mes se observó una intensificación en la deflación, al situarse la variación anual del índice general de precios al consumidor en -0.6 por ciento, luego de ubicarse en -0.3 por ciento en enero. Por su parte, el índice subyacente cayó de -0.7 a -0.9 por ciento en el mismo periodo, llegando así a más de cuatro años de cifras deflacionarias bajo este indicador (Gráfica 6).

Gráfica 6
Japón: Inflación General y Subyacente



El Banco de Japón, en su reunión de abril de 2013, destacó que buscará alcanzar su objetivo de inflación de 2 por ciento en el menor tiempo posible dentro de un horizonte de alrededor de 2 años. Para lograrlo, cambió su principal objetivo operativo de la tasa de fondeo interbancaria a la base monetaria, y señaló que duplicará el saldo de esta última a través de incrementar su tenencia de bonos gubernamentales y de otros instrumentos en lo que resta de 2013 y 2014. Asimismo, anunció que extenderá significativamente el plazo de los bonos de su programa de compras.

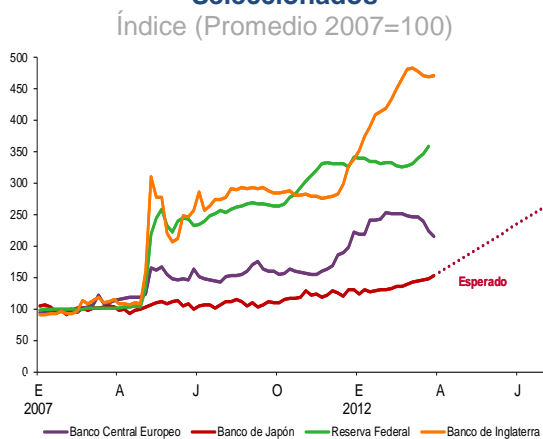
En las economías emergentes, en general, la inflación ha continuado en niveles bajos, en un entorno en el que no se han observado presiones de demanda, los precios internacionales de las materias primas han disminuido y las monedas de dichos países se han tendido a apreciar, por lo que los bancos centrales de la gran mayoría de estas economías mantuvieron sin cambio sus tasas de política e incluso, en algunos casos, las redujeron.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las semanas desde la última decisión de política monetaria, se fortaleció la expectativa de que los principales bancos centrales de países desarrollados mantendrán una política monetaria muy acomodaticia durante un periodo prolongado. En particular, como ya se señaló, destacó que el Banco de Japón anunció una expansión sin precedente de su balance durante los próximos años con el objetivo de brindar un estímulo monetario que ayude a superar el problema deflacionario por el que atraviesa ese país. Asimismo, si bien no tomaron acciones en las últimas semanas, se anticipa que la Reserva Federal continúe con su programa de compra de activos en los siguientes meses y no se descarta que el Banco Central Europeo tome medidas adicionales de política monetaria para estimular el crecimiento económico en la zona del euro (Gráfica 7).

Gráfica 7
Tamaño del Balance de Bancos Centrales Seleccionados



Fuente: Bancos Centrales.

La decisión de política monetaria de Japón ocasionó una importante disminución de las tasas de interés de bonos gubernamentales japoneses. A su vez, también se registraron caídas en las tasas de interés de los bonos de otros países desarrollados y emergentes que podrían beneficiarse de la fuerte demanda por instrumentos de deuda con tasas de interés más elevadas que las de Japón (Gráfica 8 y Gráfica 9).

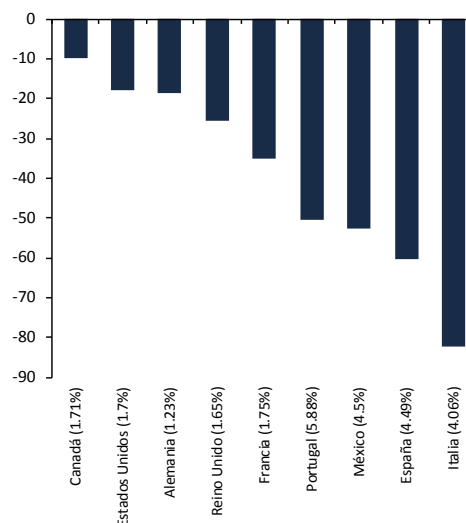
Gráfica 8
Japón: Tasa de Interés de Bonos Gubernamentales a 30 Años



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 9
Variación en las Tasas de Interés de Bonos Gubernamentales a plazo de 10 Años en Países Seleccionados

Del 4 de marzo al 22 de abril, puntos base



Nivel de la tasa de interés al 22 de abril de 2013 entre paréntesis.

Fuente: Bloomberg.

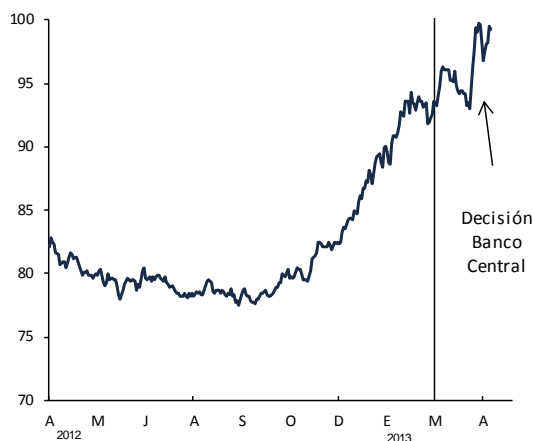
Cabe mencionar que las curvas de rendimiento de la mayoría de los países industrializados mostraron un aplanamiento significativo, movimiento que indica que las tasas de interés en el mercado incorporaron menores niveles de inflación y la más reciente moderación de la actividad económica. En Japón y Estados Unidos dicho movimiento también obedeció a la perspectiva de que, en lo que resta de 2013, el Banco de Japón y la Reserva Federal, respectivamente, absorberán una proporción

importante de la emisión neta de deuda gubernamental de largo plazo a través de sus programas de compras de activos

La expectativa de que las condiciones de lasitud monetaria antes mencionadas se mantengan en los siguientes meses, también ocasionó una recomposición de portafolios hacia activos de mayor riesgo, incluyendo acciones, divisas y activos de mercados emergentes.

De esta manera, en los mercados cambiarios la mayoría de las divisas se apreciaron moderadamente frente al dólar. La excepción fue el yen que continuó su tendencia de depreciación, acumulando una caída de más de 20 por ciento frente al dólar desde octubre del año pasado (Gráfica 10).

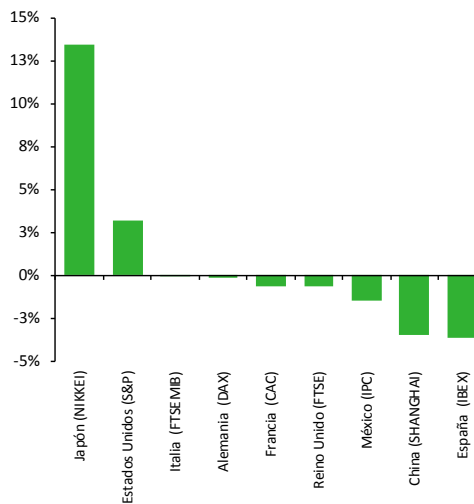
Gráfica 10
Tipo de Cambio Dólar-Yen
Yenes por dólar



Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los índices accionarios tuvieron cambios moderados en la mayoría de los casos, si bien sobresalió el fuerte incremento de la bolsa en Japón tras el anuncio de relajación monetaria antes mencionado (Gráfica 11).

Gráfica 11
Cambio en los Índices Accionarios de Países Seleccionados del 4 de marzo al 22 de abril de 2013
Porcentaje

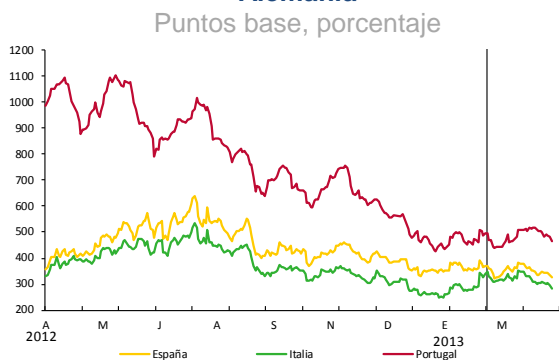


Fuente: Bloomberg.

En Europa, la inestabilidad política en Italia, así como la crisis bancaria y de deuda pública en Chipre pusieron de manifiesto que, por un lado, la problemática política y fiscal en la Euro-zona continúa y, por el otro, que llevará tiempo fortalecer la integración económica, fiscal y del sistema financiero europeo. No obstante, las medidas instrumentadas con anterioridad por el Banco Central Europeo para salvaguardar la estabilidad de la región mitigaron el impacto negativo de estos eventos sobre los mercados financieros, de tal forma que, por el momento, no parecen representar un factor de riesgo sistémico.

Así, los indicadores de riesgo soberano de la mayoría de los países europeos tuvieron una evolución positiva, observándose incluso disminuciones de las tasas de interés de bonos gubernamentales en Portugal, España e Italia (Gráfica 12). Del mismo modo, los indicadores de estrés en el financiamiento interbancario de corto plazo se mostraron estables en Europa durante las últimas semanas.

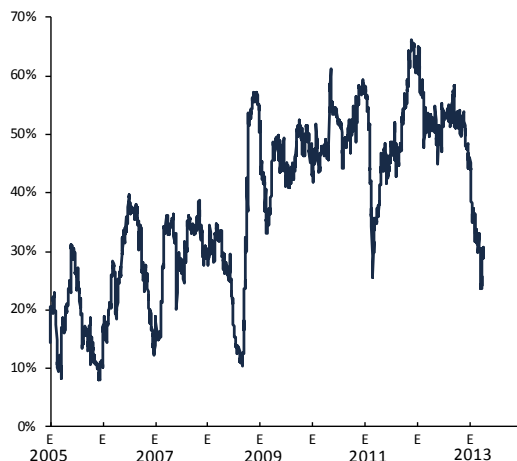
Gráfica 12
Diferencial entre las Tasas de Interés de Bonos Gubernamentales de 10 Años de Países Seleccionados frente a las Tasas de Interés de Alemania



Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.
 Fuente: Bloomberg.

Finalmente, cabe destacar que las correlaciones entre los rendimientos de distintos activos financieros de mercados desarrollados continuaron disminuyendo, en tanto que las volatilidades implícitas en los precios de las opciones de dichos activos se mantuvieron en niveles bajos. Ambos estadísticos sugieren que la prima de riesgo sistémico, así como la probabilidad de ocurrencia de un evento de cola negativo en los mercados financieros, se redujo en el último mes (Gráfica 13).

Gráfica 13
Correlación Promedio entre Activos de Riesgo*
 Promedio móvil de tres meses



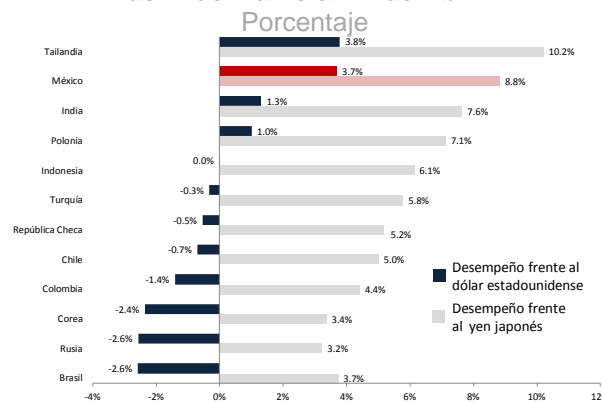
* Correlación promedio de los rendimientos de tres meses de los siguientes activos: S&P500, índice del dólar (DXY), índice de materias primas (CRB), divisas y mercados accionarios de países emergentes y bonos de alto rendimiento.
 Fuente: Bloomberg.

2.2.2. Mercados emergentes

Los precios de los activos financieros de los países emergentes mostraron en su mayoría variaciones positivas desde la última decisión de política monetaria, destacando el importante impacto que tuvieron sobre éstos las nuevas medidas de estímulo monetario anunciadas en Japón. De hecho, la importante inyección de liquidez a nivel global, producto de las políticas monetarias acomodaticias en las economías más avanzadas, se tradujo nuevamente en flujos de capital hacia los mercados financieros de los países emergentes. Lo anterior ocurrió a pesar de que los indicadores más recientes de la actividad económica para este conjunto de países mostraron una desaceleración, y de que varios bancos centrales adoptaron políticas monetarias más laxas. Al respecto, destaca que en algunos países como México, Turquía, Polonia y Colombia, la reducción en la tasa de referencia fue incluso mayor a la anticipada por los mercados.

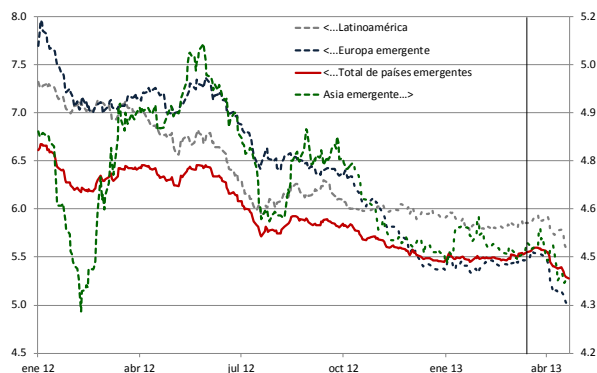
De esta manera, varias divisas de los países emergentes se apreciaron contra el dólar y las tasas de interés de mediano y largo plazo mostraron importantes disminuciones en casi todos los casos (Gráfica 14 y Gráfica 15).

Gráfica 14
Variación Porcentual de las Divisas Seleccionadas frente al Dólar Estadounidense y el Yen Japonés del 4 de Marzo al 22 de Abril



Nota: Se incluyen las divisas de países emergentes más operadas en el mercado cambiario de acuerdo a la última Encuesta Trienal del Banco Internacional de Pagos en abril de 2010.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 15
Tasa de Rendimiento de Bonos
Gubernamentales en Moneda Local
de Países Emergentes por Región
 Porcentaje



Nota: La línea negra vertical indica la fecha anterior de política monetaria de Banco de México. Se muestra el rendimiento (YTM) del índice de bonos soberanos de países emergentes denominados en moneda local de JPMorgan GBI-EM para países con calificación crediticia BBB+/Baa2. Incluye los siguientes países de Latinoamérica: México, Brasil, Colombia, Chile y Perú; en Europa emergente y África: Polonia, Hungría, Rusia, Turquía, Nigeria y Sudáfrica; y en Asia emergente: Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas.
 Fuente: Bloomberg.

2.2.3. Mercados en México

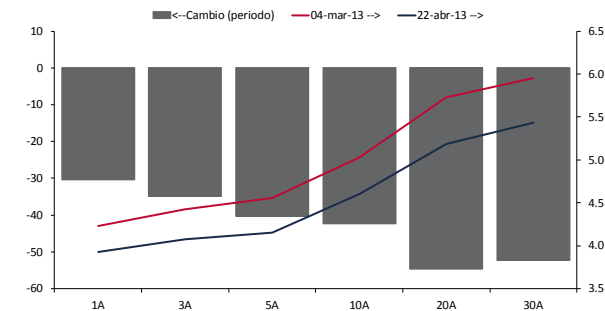
Los mercados financieros mexicanos tuvieron una buena evolución desde la última decisión de política monetaria del Banco de México. Destacó la apreciación del peso (4.9% en el periodo), con la cual se alcanzaron cotizaciones no registradas desde agosto de 2011 (Gráfica 16). Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales disminuyeron alrededor de 50 puntos base en los plazos más largos y se ubicaron en los mínimos históricos a lo largo de toda la curva de rendimiento (Gráfica 17).

Gráfica 16
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar
 Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 17
Curva de Rendimiento de Bonos
Gubernamentales
 Puntos base, Porcentaje



Fuente: Banco de México con información de PIP.

Este buen desempeño de los mercados financieros se debió principalmente a los sólidos fundamentos económicos de México, así como a las perspectivas favorables en cuanto a la posible aprobación de las reformas estructurales por parte del Congreso de la Unión. Estos factores incluso se vieron reflejados en el cambio en la perspectiva (de estable a positiva) de la calificación crediticia soberana de México por parte de Standard & Poor's el pasado 12 de marzo. Asimismo, y al igual que en el resto de los países emergentes, la expectativa de que las políticas monetarias laxas en los países desarrollados (particularmente en Estados Unidos) se mantengan por un periodo prolongado también contribuyeron a la buena trayectoria de los mercados.

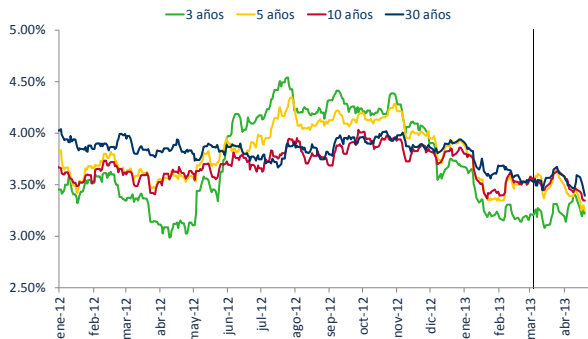
Es importante mencionar que la decisión de reducir en 50 puntos base la tasa de interés de referencia en la última reunión de política monetaria fue bien recibida por los mercados financieros. En particular, destaca no sólo la disminución de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento ya mencionada, sino también la reducción en la pendiente de la referida curva, así como la estabilidad en los diferenciales entre las tasas de interés nominales y las reales (Gráfica 18 y Gráfica 19).

Gráfica 18
Pendiente de la Curva de Rendimiento Medida a
Través del Diferencial entre
los Bonos de 30 y de 3 Años
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de PIP.

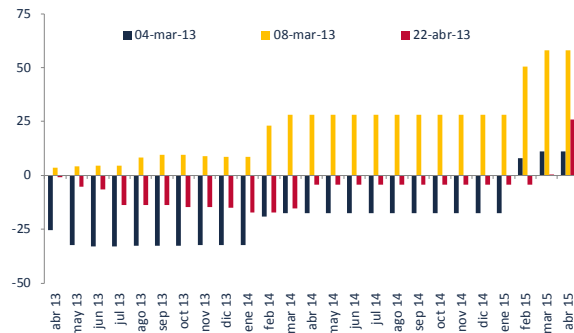
Gráfica 19
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícito en los Diferenciales entre
las Tasas Nominales y las Reales
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de PIP.

Finalmente, tanto los principales analistas como los inversionistas, cuyas acciones se reflejan en las tasas de interés de corto plazo implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, anticipan que la postura de política monetaria se mantendrá sin cambio en el futuro previsible (Gráfica 20), aunque no descartan en el futuro reducciones adicionales.

Gráfica 20
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitas en la
Curva de Swaps de TIIE de 28 Días
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

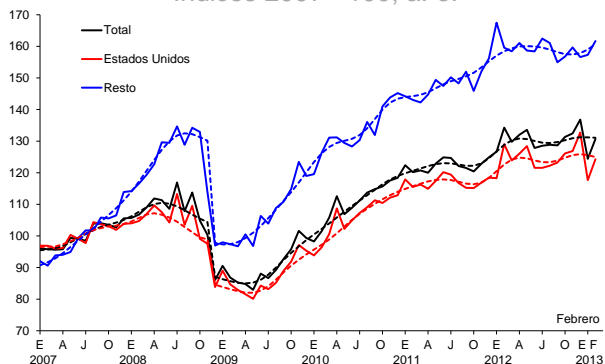
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

La evolución de la actividad económica en México sugiere que durante el primer trimestre de 2013 ésta presentó un ritmo de crecimiento menor al observado a finales de 2012, en términos trimestrales y con datos desestacionalizados. En efecto, si bien se ha empezado a registrar un incipiente repunte en la inversión, al igual que en el trimestre previo la demanda externa y algunos indicadores del consumo continuaron mostrando una desaceleración.

En particular, las exportaciones manufactureras siguieron exhibiendo un estancamiento en el primer trimestre de 2013. Lo anterior fue notorio tanto en el caso de las exportaciones no automotrices, como de las automotrices (Gráfica 21 y Gráfica 22).

Gráfica 21
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



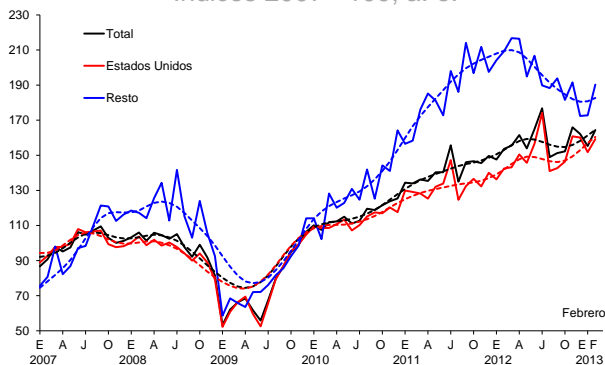
a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 23
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
Índice 2003 =100, a. e.



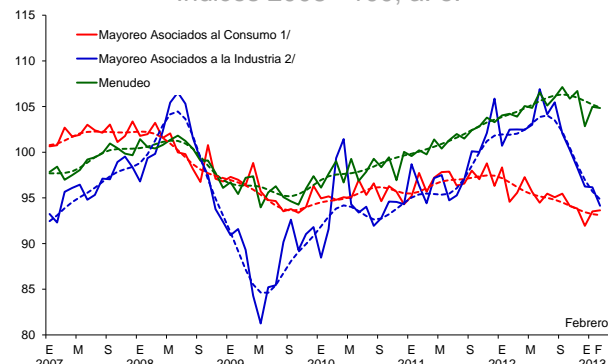
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

Gráfica 22
Exportaciones Manufactureras Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

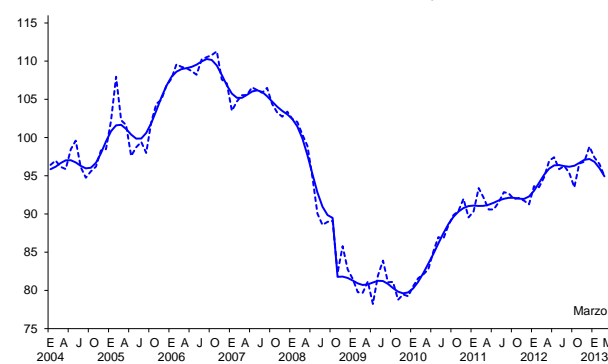
Gráfica 24
Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índices 2008 =100, a. e.



1/ Incluye a los subsectores alimentos, bebidas y tabaco; productos textiles y calzado, y productos farmacéuticos, de perfumería, accesorios de vestir, artículos para el esparcimiento, y electrodomésticos.
2/ Incluye materias primas agropecuarias, para la industria y materiales de desecho; maquinaria, mobiliario y equipo para actividades agropecuarias, industriales y de servicios, y camiones.
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

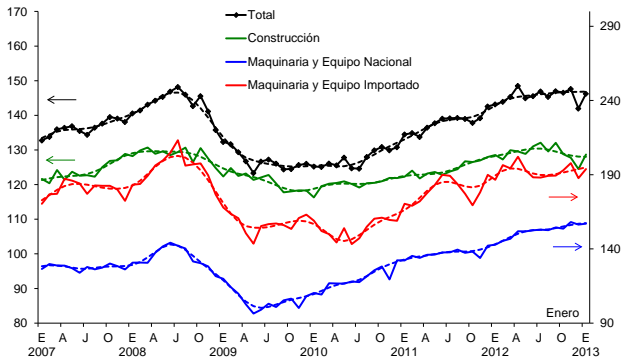
En cuanto al gasto interno, algunos indicadores del consumo, como las ventas de la ANTAD y las ventas en establecimientos comerciales, continuaron mostrando una pérdida de dinamismo (Gráfica 23 y Gráfica 24). En congruencia con esta evolución, algunos determinantes del consumo, tales como las remesas y el Índice de Confianza del Consumidor dejaron de crecer (Gráfica 25). Por su parte, en los primeros meses de 2013 la inversión fija bruta mostró un comportamiento mixto. En particular, por un lado se observó un mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo importado. Por el otro, la construcción en vivienda y la pública, continuaron presentando una tendencia negativa (Gráfica 26 y Gráfica 27), si bien la desaceleración de esta última se juzga temporal al resultar del cambio de Administración Federal.

Gráfica 25
Índice de Confianza del Consumidor
Índice enero 2003 = 100, a. e.



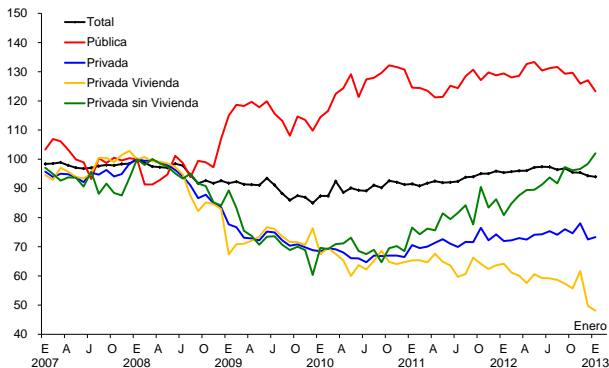
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Cosumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

Gráfica 26
Inversión y sus Componentes
 Índices 2003=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

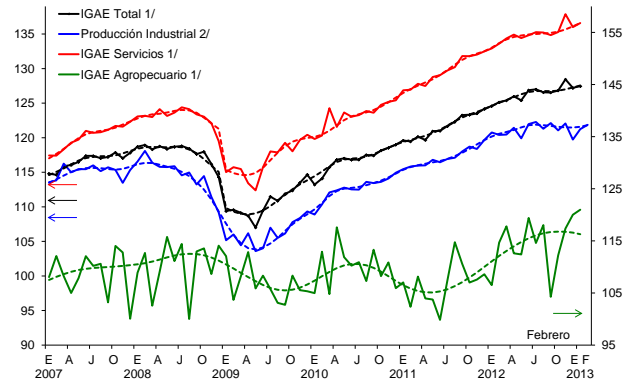
Gráfica 27
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
 Índices enero 2008 = 100



a.e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada (vivienda y privada total sin vivienda) la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.
 Fuente: INEGI.

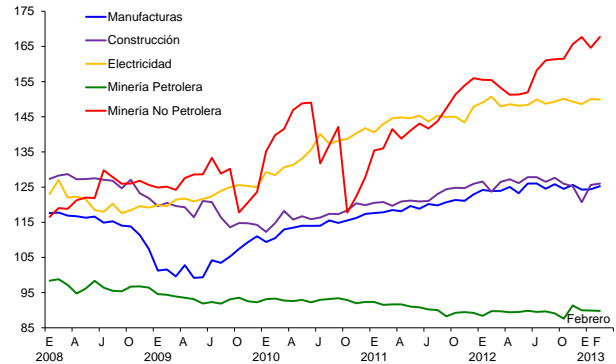
En lo que respecta a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, si bien se registró un ligero repunte en la producción industrial durante el primer trimestre de 2013, éste se observó después de haber exhibido una contracción el trimestre previo (Gráfica 28). De esta manera, la actividad industrial aún continúa mostrando una reducción en su ritmo de crecimiento, en comparación con lo presentado en el primer semestre de 2012. Esto refleja, en buena medida, el débil desempeño del sector manufacturero (Gráfica 29). Por su parte, el crecimiento del sector servicios resultó similar al registrado a finales de 2012.

Gráfica 28
Indicadores de la Actividad Económica
 Índices 2003 = 100, a. e.



1/ Información al mes de enero de 2013.
 2/ Información al mes de febrero de 2013 de los Indicadores de la Actividad Industrial, INEGI.
 a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 29
Actividad Industrial
 Índices 2003 = 100, a. e.



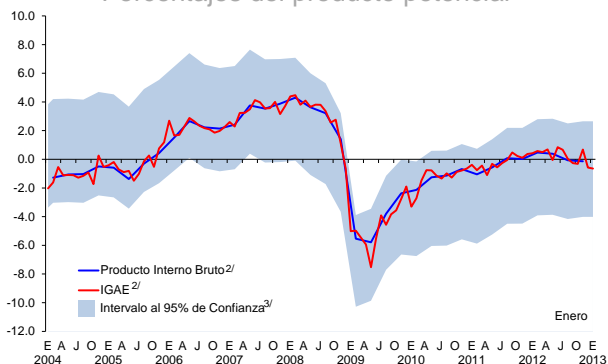
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Dada la fase cíclica por la que atraviesa la economía, no se han observado presiones sobre la inflación por el lado de los mercados de los insumos, al tiempo que la brecha del producto continuó ubicándose en niveles estadísticamente no distintos de cero (Gráfica 30). Esto, a su vez, ha contribuido a que las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas. Adicionalmente, para el futuro previsible no se anticipa se registren presiones de demanda sobre la inflación ni sobre las cuentas externas del país.

Gráfica 30
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

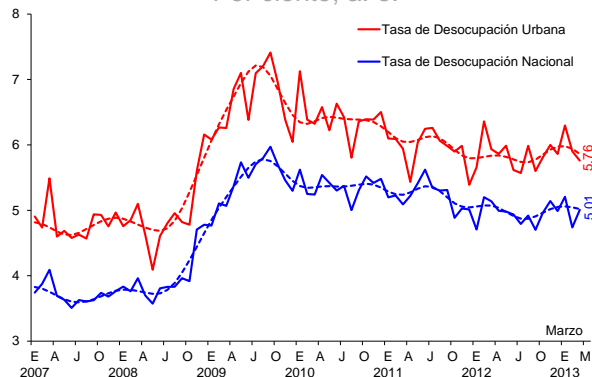
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2012; cifras del IGAE a enero de 2013.

3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

En efecto, el mercado laboral continuó presentando condiciones de holgura. En particular, en los primeros meses de 2013 las tasas de desocupación nacional y urbana mostraron niveles similares a los del trimestre anterior y se mantuvieron por encima de los observados antes de la crisis de 2008 (Gráfica 31), a pesar de que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó exhibiendo una tendencia ascendente (Gráfica 32).

Gráfica 31
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



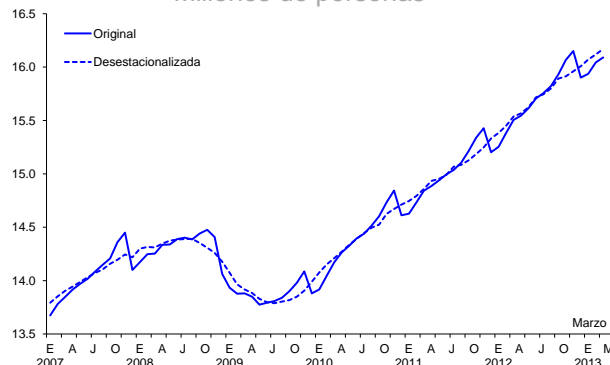
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En este contexto, en el primer trimestre de 2013 se observaron incrementos moderados en diversos indicadores salariales (Gráfica 33). Lo anterior, junto con el hecho de que la productividad media continuó registrando niveles elevados, contribuyó a

que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos.

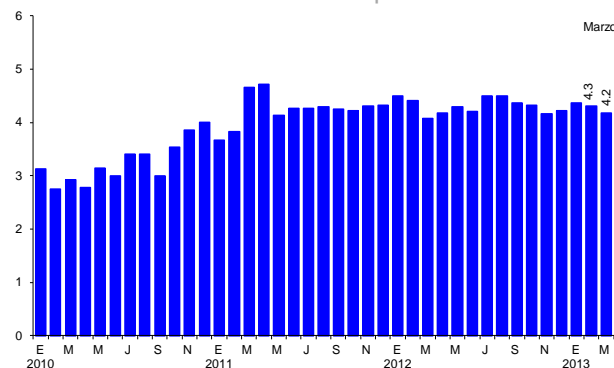
Gráfica 32
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
Millones de personas



1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS.

Gráfica 33
Salario Base de Cotización al IMSS
Variación anual en por ciento



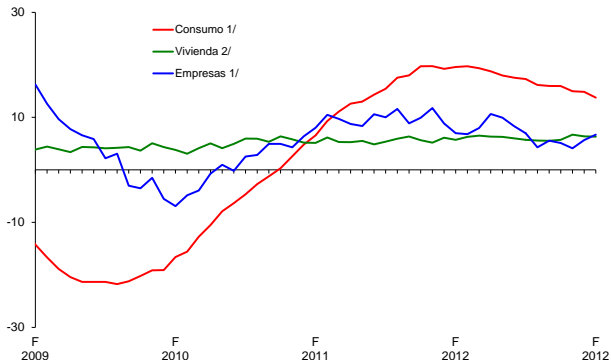
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS.

Se estima que en el primer trimestre de 2013 el déficit de la cuenta corriente se habrá mantenido en niveles moderados y plenamente financiados por los recursos que ingresaron en la cuenta financiera. Así, las cuentas externas del país tampoco reflejan presiones de demanda.

En congruencia con la evolución de la actividad productiva, el financiamiento al sector privado no financiero ha mantenido un ritmo de expansión similar al del trimestre anterior. Las empresas han continuado financiándose sin problemas en los mercados de crédito y de deuda. Por su parte, los hogares han seguido obteniendo financiamiento para la adquisición de vivienda, al tiempo que el crédito al consumo ha prolongado su expansión, si bien se ha registrado cierta moderación del crecimiento del crédito bancario en este último

segmento (Gráfica 34). En este contexto, el financiamiento al sector privado no financiero en México no ha mostrado señales de sobrecalentamiento, toda vez que las tasas de interés y los correspondientes índices de morosidad de los créditos otorgados tanto a las empresas como a los hogares, en términos generales, han permanecido estables.

Gráfica 34
Crédito Vigente al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento



1/ Se refiere al crédito otorgado por la banca comercial.
2/ Incluye el crédito de Infonavit y banca comercial.
Fuente: Banco de México.

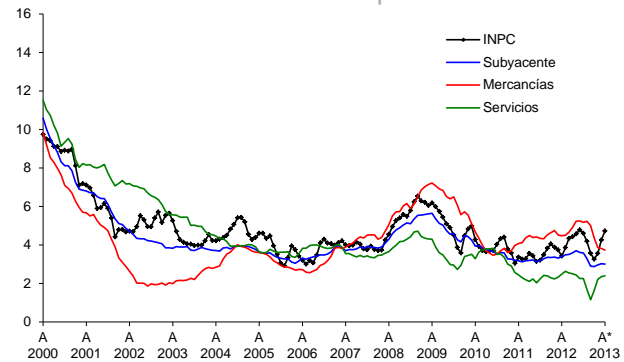
2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

El proceso de formación de precios en la economía ha mantenido la congruencia con la convergencia de la inflación hacia la meta de 3 por ciento que se ha venido observando durante la última década. Esto se ha reflejado en el desempeño de la inflación subyacente anual, así como en diversos indicadores de tendencia de la inflación general. No obstante, la inflación general anual experimentó un alza significativa durante marzo y la primera quincena de abril de 2013, que fue determinada por la mayor contribución del componente no subyacente del INPC. En virtud de los avances estructurales que se han logrado en materia de combate a la inflación y sobre todo de la naturaleza de las perturbaciones, se prevé que este incremento será transitorio (Gráfica 35 y Gráfica 36).

Así, la inflación general anual pasó de 3.55 a 4.72 por ciento de febrero a la primera quincena de abril de 2013 (Gráfica 35 y Cuadro 1). Este aumento, que ya había sido anticipado en su mayor parte por el Banco de México, obedeció a los siguientes factores: i) una baja base de comparación para el cálculo anual de la inflación; ii) un cambio en la estacionalidad del INPC derivado de la actualización de sus ponderadores; y, iii) la

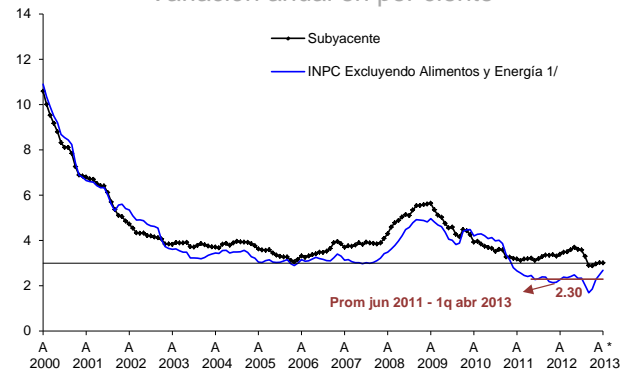
conjunción de choques climáticos y sanitarios que afectaron los precios de varios productos agropecuarios, así como la revisión de tarifas del transporte público en el Distrito Federal, lo que incidió especialmente sobre la dinámica de la inflación no subyacente. Cabe destacar que, del alza de 1.17 puntos porcentuales que registró la inflación general anual en el periodo de referencia, el componente no subyacente del INPC contribuyó con 1.12 puntos porcentuales (Cuadro 2).

Gráfica 35
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



*Información a la primera quincena de abril de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 36
Índice de Precios Subyacente e INPC Excluyendo Alimentos y Energía
Variación anual en por ciento



1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
*Información a la primera quincena de abril de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

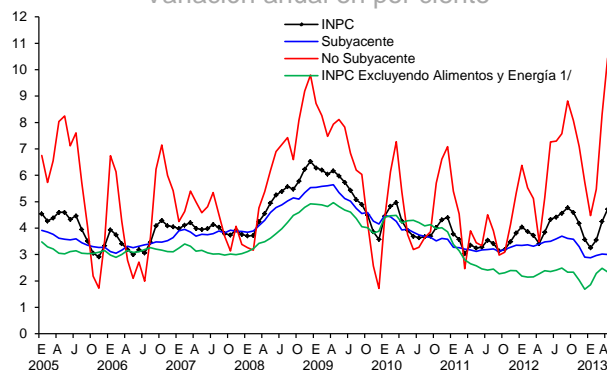
La inflación subyacente anual, que es un indicador de la tendencia de mediano plazo de la inflación general, ha permanecido en niveles cercanos a 3 por ciento (Gráfica 36). Asimismo, indicadores alternativos de la tendencia a mediano plazo de la inflación también apuntan hacia adelante a una menor inflación general. En particular, el índice de precios que excluye de la canasta del INPC tanto

alimentos como energéticos, que es un indicador equivalente a la inflación subyacente que se utiliza en otros países como Estados Unidos, se ha mantenido en niveles inferiores a 3 por ciento durante los últimos dos años.

La estabilidad de la inflación subyacente anual es evidente al observar que de febrero a la primera quincena de abril de 2013 ésta pasó de 2.96 a 3 por ciento (Gráfica 36 y Cuadro 1). La variación anual del subíndice de precios de las mercancías disminuyó de 3.86 a 3.73 por ciento en las fechas señaladas. Ello se debió al desvanecimiento parcial de los efectos que tuvieron las alzas de las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias durante 2011 y el inicio de 2012, así como a la contribución que tuvo la apreciación del tipo de cambio para limitar las presiones sobre la inflación de este grupo. Por su parte, la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de los servicios pasó de 2.21 a 2.39 por ciento entre febrero y la primera quincena de abril de 2013, resultado que estuvo en gran medida influido por el comportamiento de los precios de las telecomunicaciones (Gráfica 37 y Cuadro 1).

La inflación no subyacente anual en el periodo de referencia pasó de 5.47 a 10.44 por ciento (Gráfica 38). Este resultado fue producto de las mayores tasas de crecimiento anual que registraron tanto el subíndice de precios de los productos agropecuarios como del que corresponde a los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno (Cuadro 2). La primera de éstas se elevó de 7.48 a 17.53 por ciento, mientras que la segunda lo hizo de 4.36 a 6.49 por ciento (Cuadro 1).

Gráfica 38
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

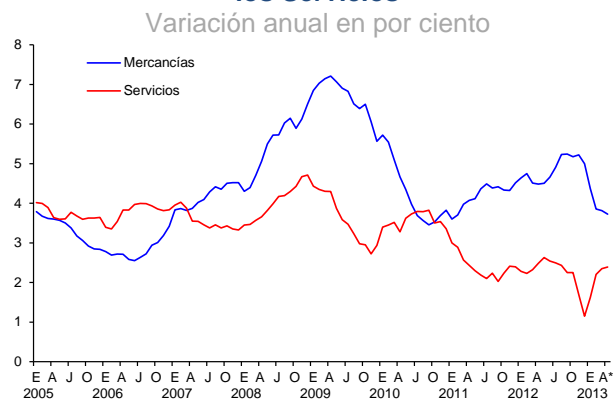


1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
*Información a la primera quincena de abril de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre los especialistas del sector privado, el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 registró un ligero aumento de 3.66 a 3.75 por ciento entre febrero y marzo de 2013. Esta alza fue resultado del incremento que registraron las expectativas implícitas para la inflación no subyacente cuyo promedio pasó de 4.68 a 4.97 por ciento, mientras que la media de las expectativas de la inflación subyacente se mantuvo alrededor de 3.4 por ciento en dicho periodo (Gráfica 39).³

Para horizontes de mediano y largo plazo, las expectativas de inflación se mantuvieron estables. Entre las encuestas de febrero y marzo de 2013, la media de las expectativas de inflación para el cierre de 2014 permaneció cerca de 3.7 por ciento, mientras que el promedio para los siguientes 4 años y el respectivo para los siguientes 5 a 8 años alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 39).⁴

Gráfica 37
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

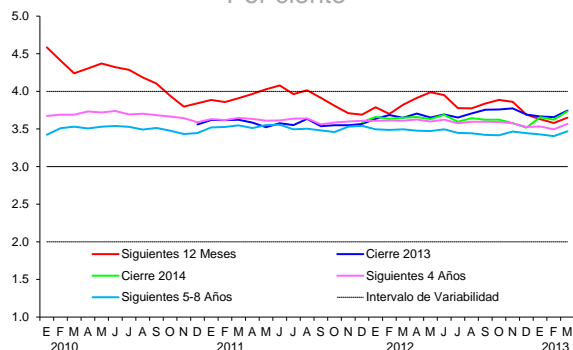


*Información a la primera quincena de abril de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

³ Adicionalmente en las medianas de las expectativas de inflación para el cierre de 2013 de la Encuesta del Banco de México se observa una evolución similar, la mediana de las correspondientes a la inflación general pasó de febrero a marzo de 2013 de 3.65 a 3.70 por ciento. Este incremento se debió al aumento de la mediana de las expectativas implícitas de inflación no subyacente, de 4.67 a 4.84 por ciento en el mismo periodo, mientras que la mediana para las expectativas de inflación subyacente se mantuvo alrededor de 3.4 por ciento en el lapso referido.

⁴ La mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2014 de la Encuesta del Banco de México se ha ubicado alrededor de 3.6 por ciento.

Gráfica 39
Expectativas de Inflación General para
Diferentes Horizontes
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Complementando la información que se obtiene de las encuestas, a partir de la evolución de las tasas de interés de valores gubernamentales de largo plazo es posible calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario. Si bien mostrando cierta volatilidad, este indicador se ha situado alrededor de 3.5 por ciento en las últimas semanas (Gráfica 40).

El pronóstico sobre la inflación general anual exhibe una trayectoria similar a la que publicó en el Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2012. Sin embargo, debido al alza transitoria que recientemente exhibió la inflación general anual, se anticipa que ésta mantendrá niveles elevados durante abril y mayo, retomando a partir de junio una trayectoria descendente. Así, durante la segunda parte del 2013 se estima que esta variable se ubicará entre 3 y 4 por ciento. No obstante, debe enfatizarse que se considera que las condiciones monetarias que prevalecen en la economía no son conducentes a que se presenten efectos de segundo orden derivados de los recientes cambios en precios relativos y son congruentes con que la tendencia de mediano plazo de la inflación continúe siendo a la baja. Para 2014 se anticipa que la inflación general anual se sitúe muy cerca de 3 por ciento. En lo que corresponde a la inflación subyacente anual se pronostica que durante 2013 y 2014 ésta se mantendrá cerca de 3 por ciento, e incluso por debajo de dicha cifra en la mayor parte del horizonte señalado.

Gráfica 40
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en
México^{1/}
 Por ciento



1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario. Es decir, se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo.

Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

La trayectoria prevista en este pronóstico podría verse afectada por algunos factores, entre los cuales destacan al alza los siguientes: i) aun cuando las tarifas del transporte público se revisaron recientemente en algunas localidades que tienen un peso elevado en el INPC, es posible que se presenten aumentos en otras localidades; y, ii) podrían presentarse nuevas contingencias sanitarias, o bien condiciones climáticas adversas, que afecten los precios de mercancías agropecuarias.

En contraste, entre los elementos que podrían incidir a la baja en el desempeño de la inflación sobresalen los siguientes: i) en un entorno de débil crecimiento mundial, la previsible tendencia a la baja de las materias primas podría acentuarse; y, ii) la posibilidad de una mayor competencia en la economía en general, y en el sector de telecomunicaciones en particular.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
 Variación anual en por ciento

Concepto	Diciembre 2012	Febrero	Abril 1q 2013
INPC	3.57	3.55	4.72
Subyacente	2.90	2.96	3.00
Mercancías	5.00	3.86	3.73
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.11	4.59	4.63
Mercancías no Alimenticias	4.13	3.27	3.02
Servicios	1.15	2.21	2.39
Vivienda	2.05	2.09	2.06
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.55	4.58
Otros Servicios	-0.72	1.66	2.10
No Subyacente	5.74	5.47	10.44
Agropecuarios	9.18	7.48	17.53
Frutas y Verduras	2.90	4.66	27.14
Pecuarios	13.22	9.20	11.97
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	3.84	4.36	6.49
Energéticos	5.62	5.48	6.64
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.45	2.22	6.02

Fuente: INEGI.

Cuadro 2
Contribuciones por Genéricos a la Inflación General Anual
 Cifras en por ciento (ponderación) y en puntos porcentuales (incidencia)

CONCEPTO	Ponderación		Incidencia		Diferencia (b) - (a)
	ENIGH 2008	ENIGH 2010	feb-2013 (a)	1q abr 2013 (b)	
INPC	100.00	100.00	3.55	4.72	1.17
Subyacente	76.74	77.43	2.26	2.31	0.05
No subyacente	23.26	22.57	1.29	2.41	1.12
Frutas y verduras	3.66	3.56	0.15	0.82	0.67
Tomate verde	0.13	0.13	-0.06	0.22	0.28
Calabacita	0.12	0.13	0.00	0.08	0.08
Limón	0.22	0.21	0.01	0.07	0.06
Papa y otros tubérculos	0.27	0.25	-0.01	0.05	0.06
Resto	2.92	2.85	0.21	0.39	0.18
Pecuarios	4.82	4.87	0.48	0.62	0.14
Huevo	0.62	0.61	0.16	0.25	0.09
Pollo	1.32	1.32	0.10	0.17	0.06
Resto	2.87	2.94	0.22	0.21	-0.01
Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno	14.78	14.13	0.66	0.98	0.32
Electricidad	3.56	2.81	-0.11	-0.04	0.07
Colectivo	1.98	1.88	0.05	0.14	0.10
Trámites vehiculares	0.20	0.45	-0.05	0.02	0.07
Resto	9.04	8.99	0.77	0.85	0.07

Fuente: INEGI.

3. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Durante la sesión se llevó a cabo un nutrido intercambio de opiniones entre todos los asistentes sobre los temas tratados en ella. A continuación se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno, respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que la actividad económica mundial continúa mostrando señales de debilidad. En este contexto, coincidió en que la actividad económica en México ha registrado una desaceleración y que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento. También afirmó que se ha observado un importante ingreso de capitales hacia el país que ha contribuido a una apreciación del peso. Todos los miembros concordaron en que la inflación general anual registró un repunte, si bien la mayoría enfatizó que éste se debió a choques claramente identificados y que no se han presentado ni se anticipan presiones inflacionarias de carácter generalizado.

Respecto al crecimiento económico mundial, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que éste continúa mostrando señales de debilidad, a lo que uno de ellos añadió que el bajo crecimiento de la economía global podría perdurar por un periodo largo. En este contexto, la mayoría de los miembros indicó que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se mantiene a la baja, si bien uno de ellos mencionó que en el margen éste ha mejorado. Además, la mayoría consideró que el ritmo de actividad económica podría ser heterogéneo entre las diversas regiones del mundo. En particular, un miembro afirmó que la trayectoria moderadamente ascendente para el dinamismo de la economía mundial pudiera ser liderada por las economías emergentes, principalmente las asiáticas. La mayoría concordó en que los mercados financieros internacionales han mostrado una mejoría, si bien con cierta volatilidad, y algunos de ellos aseveraron que el riesgo de un evento sistémico ha disminuido.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que se ha dificultado tener una lectura precisa acerca de la fortaleza de su recuperación. Uno de ellos asoció lo anterior con la presencia de diversos choques, los cuales resultan de naturaleza distinta e, incluso, pueden operar en direcciones opuestas. Por una parte, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que algunos indicadores sugerirían que la actividad económica de ese país mostró una

mejoría en el primer trimestre del año. En particular, algunos miembros coincidieron en que el mercado de la vivienda se ha recuperado. Uno de ellos agregó que la producción manufacturera, el consumo y el financiamiento también sugieren una recuperación. Por otra parte, un miembro señaló que, ha habido un repunte en el gasto de la economía de Estados Unidos, si bien asociado a una disminución en la tasa de ahorro que es difícil mantener en un contexto de una elevada tasa de desempleo. De acuerdo a otro miembro, dicha tasa podría mantenerse en niveles elevados a lo largo de 2013. Profundizando en la lectura del mercado laboral, algunos miembros de la Junta coincidieron en que la tasa de participación en Estados Unidos se está reduciendo debido a razones estructurales asociadas al envejecimiento de su población. Uno de ellos añadió que la tasa de desempleo de la población joven es más elevada que la de la población de mayor edad, ya que los jóvenes enfrentan dificultades para conseguir empleo mientras que la gente de mayor edad se mantiene en sus empleos por un tiempo más prolongado. De esta manera, agregó que la población joven, al permanecer desempleada por un tiempo considerable, se desmotiva y deja de buscar activamente empleo, reduciendo la tasa de participación, con lo que un choque de naturaleza cíclica se puede convertir en uno estructural.

En lo que respecta a las expectativas de crecimiento de la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros coincidió en que se anticipa una desaceleración en el segundo trimestre del año y uno de ellos agregó que se espera que esta economía crezca alrededor de 2 por ciento en los siguientes años, lo que posiblemente implique una reducción en su tasa de crecimiento potencial. No obstante, un miembro indicó que se espera que la economía muestre un repunte gradual a lo largo de 2013. Por su parte, otro miembro señaló que las previsiones sobre dicha economía han mejorado para los trimestres subsecuentes. En este contexto, algunos miembros de la Junta mencionaron que uno de los principales riesgos para la economía de Estados Unidos continúa siendo la indefinición prevaleciente respecto a la legislación fiscal. En este sentido, uno de ellos agregó que dicha indefinición ha impedido promover la confianza tanto de los inversionistas, como de los consumidores, sobre todo respecto al largo plazo. Asimismo, algunos miembros apuntaron como riesgo adicional para la actividad económica estadounidense nuevos episodios de incertidumbre en torno a la economía global.

En lo que respecta a la actividad económica de la zona del euro, todos los miembros de la Junta señalaron que ésta continúa contrayéndose. Asimismo, la mayoría agregó que es previsible que esta región se mantenga en recesión por un tiempo prolongado. En este sentido, también argumentó que en ausencia de la implementación de las acciones requeridas para superar la crisis en la zona, se ha continuado observando una situación de fragilidad en su sistema financiero. La mayoría de los miembros señaló adicionalmente que el endeudamiento, tanto en el sector público como en el privado, ha continuado elevado. Uno de ellos agregó que lo anterior ha impedido dar la suficiente confianza a los productores y a los consumidores y que además se han aceptado objetivos fiscales menos ambiciosos con el propósito de suavizar la recesión, especialmente después de las sorpresas negativas de crecimiento. En este contexto, la mayoría coincidió en que las perspectivas de crecimiento de Europa para los siguientes años son desalentadoras. En particular, uno de ellos agregó que la inestabilidad política en Italia, junto con la crisis bancaria y de deuda pública en Chipre, ponen de manifiesto que la problemática de la zona no ha terminado y que tomará todavía un tiempo prolongado para que se restablezca la estabilidad necesaria para que inicie un periodo de recuperación en la zona.

A pesar de lo anterior, la mayoría de los miembros mencionó que se han logrado ciertos avances en Europa. Al respecto, uno de ellos afirmó que las medidas introducidas por las autoridades de la región han permitido fortalecer la confianza. Otro consideró que, si bien las perspectivas de crecimiento de la región para 2013 disminuyeron, se ha mantenido el aumento proyectado en sus niveles de actividad para 2014. Asimismo, señaló que han mejorado los indicadores de riesgo soberano de varias naciones y que el periodo de liquidez y menor aversión al riesgo condujeron a reducciones en las tasas de interés de los bonos gubernamentales a diez años, particularmente en Italia y España. Un miembro más añadió que parece haber ciertos avances en la dirección de lograr una unión bancaria.

La mayoría de los miembros de la Junta abordó el tema asociado con la economía de Japón, argumentando que se espera que, tras un modesto crecimiento del PIB durante los primeros meses de 2013, dicha economía sea estimulada por las agresivas medidas de relajamiento monetario anunciadas por las autoridades de ese país para combatir su situación de deflación. Sin embargo,

otro miembro indicó que Japón sigue en una recesión asociada con factores estructurales y que las autoridades no han logrado contrarrestar la disminución estructural -debido a factores demográficos- en su demanda agregada. Asimismo, sostuvo que se ha dificultado reducir los costos laborales debido a la falta de apertura a la inmigración y a la baja participación de las mujeres en la fuerza laboral. Agregó que estos problemas se han intentado resolver a través de una política monetaria expansionista que ocasione salidas de capital que a su vez generen una depreciación cambiaria, de manera que se incrementen sus exportaciones, desplazando las de otros países. Finalmente, concluyó que existe la posibilidad de que la rápida depreciación del yen afecte la capacidad exportadora de muchos países de Europa, entre otros, y de que, en general, las medidas empeoren las condiciones económicas mundiales, como ya se está reflejando en países como Corea y China.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que diversas economías emergentes han mostrado un menor ritmo de expansión y que ya están resintiendo la desaceleración de las economías avanzadas, si bien también coincidió en que siguen mostrando un mejor desempeño que estas últimas. Uno agregó que se espera una trayectoria moderadamente ascendente para estas economías emergentes para este año y los subsecuentes. Otro miembro señaló en particular que China parecería estar convergiendo a un equilibrio de crecimiento moderadamente inferior y que no existen indicios claros de que ese país esté avanzando en sus objetivos de rebalancear la demanda agregada y de esta forma dar mayor soporte interno a su crecimiento. Asimismo, otro miembro agregó que se teme que existen problemas estructurales de consideración en dicho país, en particular en su sistema financiero no bancario.

La mayoría de los miembros concluyó que se espera que se mantenga por un tiempo prolongado la postura acomodaticia de la política monetaria de diversas economías avanzadas. Al respecto, indicó que el reducido crecimiento económico mundial ha ejercido presiones a la baja sobre los precios de las materias primas, lo que ha conducido a un entorno en el que se esperan condiciones benignas para la inflación a nivel mundial, que se prevé perduren a lo largo del año. En este contexto, la mayoría de los miembros coincidió en que incluso es posible que se observen relajamientos monetarios adicionales en algunas economías. En particular, uno de ellos afirmó que diversas economías siguen

dependiendo de los estímulos monetarios y fiscales implementados por sus autoridades, lo que ha fortalecido la expectativa de que los bancos centrales de países desarrollados continúen mostrando políticas monetarias acomodaticias. Otro de ellos agregó que el Banco Central Europeo podría bajar tasas de interés e incluso llevar a cabo medidas no convencionales. Para el caso particular de la política monetaria de Estados Unidos, un miembro mencionó que en la minuta de la reunión más reciente del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal se reveló una intensificación del debate respecto a los costos y beneficios de su política monetaria expansiva. Argumentó que algunos integrantes de dicho Comité advirtieron que los costos son mayores a los beneficios y que el programa de compra de activos debería reducir su ritmo o terminar relativamente pronto. Añadió que casi la totalidad de los analistas estima que la Reserva Federal de Estados Unidos comenzará a disminuir el ritmo de sus compras de activos a más tardar en el primer semestre de 2014. Sin embargo, otro miembro de la Junta señaló que si bien una minoría en dicho Comité ha expuesto los posibles efectos indeseables de la política monetaria no convencional que se está llevando a cabo, la gran mayoría de los integrantes del referido Comité ha reiterado su convicción de mantener dicha política hasta que haya una clara evidencia de una recuperación en el empleo de ese país, y agregó que algunos funcionarios del más alto nivel de la Reserva Federal no descartan la posibilidad de incrementar los estímulos monetarios.

La mayoría apuntó que, dadas las condiciones monetarias laxas prevalecientes en las economías avanzadas, la búsqueda de rendimientos ha continuado reflejándose en elevadas entradas de capital hacia los mercados emergentes, lo que algunos de ellos señalaron que ha conducido en el margen a un apretamiento de sus condiciones monetarias. Sin embargo, la mayoría afirmó que se prevé que las economías emergentes mantengan una postura de política monetaria acomodaticia. Un miembro señaló que las entradas de capital han impulsado a la baja las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales en moneda local. Además, enfatizó que este año han existido riesgos inflacionarios en América Latina y que los analistas esperan que en esta región la inflación de 2013 sea mayor a la de 2012. Concluyó que no se anticipa un relajamiento monetario en la región y que se estima que algunos países inclusive aumenten sus tasas de interés de referencia. Ante estas aseveraciones, otro miembro arguyó que dicha región no es

homogénea; aunque algunos países tienen inflación muy alta por razones particulares, por lo que posiblemente aprieten su política monetaria, también existen otros países en la región que de hecho han venido aflojando su postura.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que la economía mexicana se desaceleró en el primer trimestre de 2013 como consecuencia del menor dinamismo mundial, lo cual se ha reflejado en un menor ritmo de crecimiento de las exportaciones. Uno de ellos señaló que durante el primer trimestre de este año, la actividad económica siguió mostrando un ritmo de crecimiento por debajo de su potencial. Con respecto a la demanda interna, la mayoría afirmó que el consumo también mostró signos de debilidad. En particular, un miembro sostuvo que si bien el consumo privado se había venido comportando con vigor, las cifras más recientes sugieren que este agregado también se ha desacelerado. Por su parte, la mayoría de los miembros consideró que la inversión ha comenzado a mostrar una incipiente mejoría, si bien algunos mencionaron que ciertos componentes muestran una tendencia preocupante, como es el caso de la construcción del sector público y de la construcción de vivienda, la cual difícilmente se reactivará en los próximos meses. Por el lado de la producción, un miembro apuntó que la actividad industrial se ha desacelerado. A su vez, otro miembro añadió que la evolución de la demanda externa pudiera repercutir en el sector servicios. En contraste, un miembro notó que indicadores oportunos sugieren que durante el primer trimestre del presente año la economía mexicana creció a un ritmo similar o incluso ligeramente superior al del trimestre previo, apoyada principalmente en la expansión del sector servicios y en la estabilidad de la producción industrial. Argumentó que, aunque la demanda externa se ha desacelerado, las exportaciones manufactureras presentan cierta tendencia ascendente a lo largo del trimestre. En relación al consumo, destacó que el debilitamiento mostrado por las ventas al menudeo ha contrastado con el vigor de las ventas internas de autos y de las importaciones de bienes de consumo y apuntó que los determinantes del consumo, como son el empleo formal y el financiamiento total del sector privado no financiero, continúan creciendo. Concluyó que se continúa esperando un crecimiento económico en 2013 sólo moderadamente inferior al del 2012 y una mayor expansión en 2014. En este sentido, agregó que la opinión empresarial respecto a la coyuntura actual para realizar inversiones ha mejorado, que los

indicadores de pedidos manufactureros y no manufactureros continúan en zona de expansión y que han repuntado los indicadores adelantados para la economía.

En cuanto al balance de riesgos para la actividad económica de México, la mayoría de los miembros coincidió en que prevalecen los riesgos a la baja, al tiempo que algunos consideraron que estos riesgos han aumentado. La mayoría de los miembros señaló que los riesgos a la baja se asocian principalmente a la posible intensificación de la desaceleración estadounidense, dados los estrechos vínculos de esa economía con la de nuestro país, así como a la atonía de la economía mundial y a la incertidumbre que todavía afecta a las economías de la zona euro. En contraste, un miembro consideró que el balance de riesgos para el crecimiento económico se mantiene aproximadamente igual que en la reunión de política monetaria anterior.

La mayoría de los miembros coincidió en que no se observan presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada y añadió que tampoco se anticipan presiones de este tipo en el futuro próximo. En cuanto a los mercados de insumos, la mayoría de los miembros también consideró que el mercado laboral sigue mostrando condiciones de holgura, a lo que uno agregó que la tasa de desempleo se mantiene elevada y que los incrementos salariales continúan en rangos moderados. Con respecto al mercado crediticio, la mayoría de los miembros mencionó que persisten condiciones estables y que no se perciben presiones sobre las tasas de interés. Uno de ellos agregó que las tasas de interés internas en todos sus plazos han caído a niveles cercanos a sus mínimos históricos, mientras que otro puntualizó que los indicadores de morosidad muestran estabilidad y se sitúan en niveles bajos. Asimismo, un miembro indicó que la cuenta corriente de la balanza de pagos muestra un déficit fácilmente financiable. En este contexto, algunos miembros coincidieron en que el proceso de reformas estructurales podría de hecho incrementar el crecimiento potencial del país, lo que uno de ellos interpretó como un evento que daría incluso mayor margen de crecimiento de la demanda agregada sin generar presiones sobre la inflación.

La mayoría de los miembros concordó en que recientemente se observó un fuerte ingreso de capitales al país que ha contribuido a la apreciación del peso y a reducir las tasas de interés internas, particularmente las de mayor plazo. Un miembro

consideró que el haber mencionado en el anuncio de política monetaria del 8 de marzo que la reducción de la tasa de interés interbancaria a un día no era el inicio de un ciclo de relajamiento monetario, entre otros factores, pudo haber contribuido al incremento de las posiciones largas en pesos, al brindar confianza de que se mantendrán atractivos los rendimientos de los instrumentos de deuda mexicanos. En contraste, la mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que la apreciación del tipo de cambio obedeció principalmente a otros factores, incluyendo las favorables perspectivas sobre las reformas estructurales del país y la confianza que tienen los inversionistas en el marco macroeconómico de México. Asimismo, mencionaron que la mejora en las condiciones de los mercados financieros internacionales, la postura monetaria en el exterior y las medidas proteccionistas implementadas en otros países, también propiciaron la entrada de capitales. Por otra parte, un miembro reiteró que la apreciación del tipo de cambio ha implicado un importante apretamiento de las condiciones monetarias en el país y que dicho apretamiento puede ser pertinente mientras dure el repunte de la tasa de inflación general anual.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que la inflación general anual registró en marzo y la primera quincena de abril un repunte debido a factores que afectaron a la inflación no subyacente. La mayoría añadió que, si bien el Banco de México ya había anticipado parte de estos choques, el incremento fue mayor al previsto, principalmente debido a la materialización de algunos riesgos sobre los que se había advertido. No obstante, la mayoría también enfatizó que este evento se asoció con factores transitorios bien identificados y uno de ellos agregó que incluso algunos de estos efectos parecen ya haber empezado a revertirse. La mayoría de los miembros identificó como causas del incremento el efecto de una base baja de comparación del INPC, condiciones climáticas y sanitarias adversas, como las heladas de principios de marzo, que derivaron en aumentos en los precios de diversos productos agropecuarios, el aumento en los precios del transporte público en el Distrito Federal y el efecto del cambio en los ponderadores del INPC sobre la estacionalidad de la inflación.

La mayoría de los miembros sostuvo que, más allá del efecto de corto plazo derivado de los choques anteriormente citados, las expectativas de inflación continúan estables. No obstante, algunos miembros de la Junta afirmaron que dichas expectativas tanto

de corto, como de largo plazo, han aumentado y se ubican por encima de la meta de inflación, si bien uno de ellos añadió que el incremento ha sido modesto en el caso de las expectativas de plazos más largos y de la inflación subyacente. En este sentido, un miembro recordó que los salarios son el principal canal de transmisión de las expectativas de precios de corto plazo a presiones generalizadas de precios. Agregó que el riesgo de que esto ocurra depende de la fase del ciclo que atraviesa la economía y destacó que, considerando la actual fase del ciclo, este riesgo se encuentra acotado. Adicionalmente, algunos miembros argumentaron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario reflejada en los mercados financieros se encuentra alrededor del 3.5 por ciento, implicando que la expectativa de inflación es menor a esta cifra y muy cercana al 3 por ciento. Finalmente, algunos añadieron que la curva de rendimientos se ha desplazado a la baja y se ha aplanado, lo que indica que el mercado no ha ajustado sus expectativas de inflación al alza.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que el reciente incremento en la inflación no ha sido generalizado y que las condiciones monetarias que prevalecen en la economía no son conducentes a que se presenten efectos de segundo orden derivados de los cambios en precios relativos. De este modo, la mayoría recalcó que el proceso de formación de precios continúa siendo congruente con la convergencia en el mediano plazo de la inflación hacia la meta del 3 por ciento y que se espera que la inflación general retome su tendencia hacia el objetivo una vez que se supere el repunte temporal. No obstante, algunos miembros de la Junta consideraron que el balance de riesgos para la inflación ha empeorado, y uno de ellos enfatizó que se han incrementado los riesgos al alza tanto de corto, como de largo plazo. Al respecto, un miembro señaló que en el corto plazo los precios del transporte público podrían subir más de lo previsto y que otras contingencias sanitarias o condiciones climáticas adversas podrían afectar la producción agropecuaria aún más. Algunos agregaron que no se puede descartar el riesgo de efectos de segundo orden de una trayectoria de la inflación más alta de lo previsto, especialmente si el incremento de las cotizaciones de los precios agropecuarios se prolonga más allá de lo anticipado, o si se presentan nuevos choques de oferta. Un miembro insistió que, dada la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, esos riesgos están acotados. Por otra parte, algunos miembros se refirieron a las implicaciones para la inflación de una reforma fiscal, si bien uno de ellos recalcó que

este evento tendría sólo efectos transitorios y que, de hecho, en el largo plazo sería una señal muy positiva para mantener la inflación baja y estable. Finalmente, un miembro arguyó que, dado que la inflación no ha llegado a la meta, los riesgos al alza deberían recibir un mayor peso que los riesgos a la baja. En contraste, otro miembro recordó la importancia de dimensionar el impacto de los riesgos que se mencionan y que en este sentido el posible impacto de los riesgos al alza era moderado. Adicionalmente, como evidencia de que efectivamente se ha mantenido la convergencia de la inflación hacia el objetivo, la mayoría de los miembros argumentó que la inflación subyacente ha permanecido cercana al 3 por ciento y uno de ellos enfatizó que su trayectoria no se ha visto afectada por los factores señalados. Uno más detalló que se han observado menores tasas de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías, en un contexto en que los precios internacionales de las materias primas han venido disminuyendo y la moneda nacional se ha apreciado de manera importante. Asimismo, explicó que la variación anual del subíndice de los servicios, que es el que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan la inflación, se ha mantenido en niveles bajos, cercanos al 2 por ciento desde hace ya tiempo. Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que se espera que la inflación general retome una tendencia a la baja a partir de junio para ubicarse en la segunda parte del año entre 3 y 4 por ciento, si bien otro apuntó que actualmente se espera que al cierre del año se ubique por encima de lo estimado a principios de marzo. Para 2014, un miembro expresó que es posible que este indicador se encuentre cerca de 3 por ciento. Asimismo, algunos miembros argumentaron que incluso se espera que la inflación subyacente se sitúe alrededor de 3 por ciento o hasta por debajo de esta cifra en el resto de 2013 y en 2014.

No obstante, un miembro de la Junta consideró que la tendencia de la inflación general hacia la meta no ha sido clara. Expuso que este indicador ha rebasado significativamente el límite superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo y que es desafortunado que la inflación vuelva a alejarse de la meta. Destacó que la inflación subyacente ha dejado de disminuir y que las medias truncadas correspondientes a este indicador continúan ubicándose por encima de la inflación de este subíndice. Asimismo, indicó que la inflación de servicios ha ido subiendo y que llama la atención la volatilidad de los precios de las telecomunicaciones. Desde una perspectiva de

mayor plazo, argumentó que la elevada frecuencia de choques adversos los ha hecho un fenómeno permanente, más que transitorio. Aseveró que el aumento reciente en la inflación es una señal de la falta de claridad en la convergencia de ésta hacia su meta, por lo que considera que su voto en la reunión anterior por mantener la tasa de interés interbancaria a un día en el nivel de 4.5 por ciento fue el adecuado. En respuesta, otro miembro arguyó que efectivamente el país ha experimentado una serie de choques transitorios por varios años, pero que éstos han sido claramente identificados y es posible estimar la incidencia que han tenido sobre la inflación. Enfatizó que si bien estos factores se han ido acumulando, es notorio que a pesar de ello la inflación ha seguido teniendo un comportamiento favorable en términos de su tendencia. Adicionalmente, sostuvo que la reducción de la tasa de referencia en la reunión anterior se fundamentó con argumentos estructurales, por lo que manifestó que no es adecuado incorporar consideraciones cíclicas, como el aumento reciente en la inflación no subyacente, en la evaluación de esa decisión. Explicó que se ha observado un cambio en la naturaleza del proceso de inflación en los últimos diez años que implica una reducción importante en el traspaso del tipo de cambio a los precios al consumidor, una reducción en el traspaso de los choques a la inflación no subyacente sobre la inflación subyacente, sobre todo de materias primas, un mejor comportamiento de los salarios, un incremento en la duración de la deuda, así como una considerable baja en las primas de riesgos, sobre todo en la prima de riesgo inflacionario.

Un miembro de la Junta consideró que la inflación no subyacente ha mostrado una importante volatilidad en torno a una media elevada, por lo que para lograr la convergencia de la inflación general al objetivo no parecería ser suficiente que la inflación subyacente o alguno de sus subíndices se acerque al 3 por ciento, sino que podría ser necesario que éstos se ubicaran en niveles inferiores. Al respecto, la mayoría respondió que sería un desacierto intentar contrarrestar los choques de la inflación no subyacente tratando de disminuir aún más los niveles de la inflación subyacente, dado que los instrumentos de política monetaria no son los adecuados para lograrlo y por lo tanto sólo se generarían costos adicionales para la economía. La mayoría agregó que una vez que se separan los choques en aquéllos en los que la política monetaria tiene injerencia directa o indirecta, la convergencia al 3 por ciento se está dando. En este sentido, algunos miembros

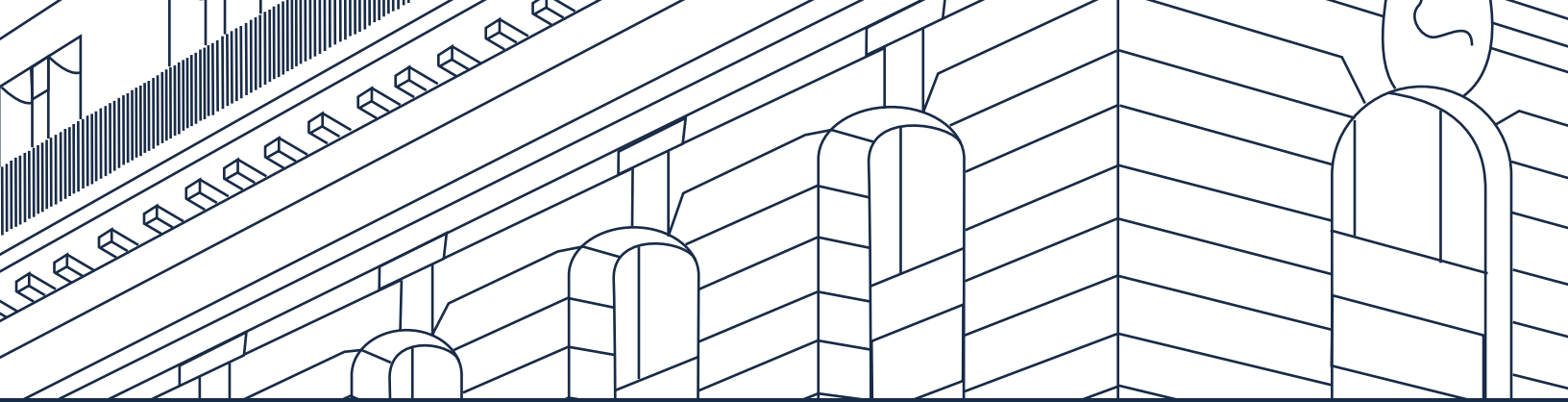
enfataron la importancia de no parecer complacientes ante tasas de inflación por encima del objetivo. Uno de ellos recordó que el objetivo permanente de 3 por ciento de la inflación general sigue siendo el ancla de la política monetaria y no debe confundirse con otras referencias que introduzcan incertidumbre. Agregó que la falta de convergencia al objetivo permanente de inflación podría comprometer la credibilidad de la estrategia monetaria, con elevados costos en el futuro. No obstante, otro miembro manifestó que la pérdida de credibilidad también puede originarse de cualquier tipo de sugerencia de adoptar medidas que pudieran inducir una recesión en la economía por obstinarse en reducir aún más la inflación subyacente, para que ésta y la no subyacente promedien 3 por ciento en un horizonte menor al del pronóstico, de no considerar los efectos del relajamiento monetario en el resto del mundo y su incidencia sobre las condiciones monetarias internas, o de mezclar una discusión de naturaleza estructural con una cíclica, como lo fue en la decisión de política anterior.

Finalmente, todos los miembros consideraron indispensable que la Junta de Gobierno continúe dando un seguimiento cuidadoso a la evolución de los distintos factores que inciden sobre la inflación para asegurar que no se ponga en riesgo la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando el entorno descrito para la economía mexicana, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 por ciento.

La Junta estima que la postura de política monetaria es congruente con un escenario en el que no se anticipan presiones generalizadas sobre la inflación y en el que se prevé que la expansión del gasto sea acorde con la convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. Hacia adelante, la Junta seguirá vigilando la evolución de todos los factores que podrían afectar a la inflación. En particular, se mantendrá atenta a que derivado de los recientes cambios en precios relativos no se presenten efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía, así como a la evolución de la postura monetaria relativa de México frente a otros países. Todo lo anterior con el fin de estar en condiciones de responder, en su caso, para alcanzar el objetivo de inflación señalado.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 10 de mayo de 2013

