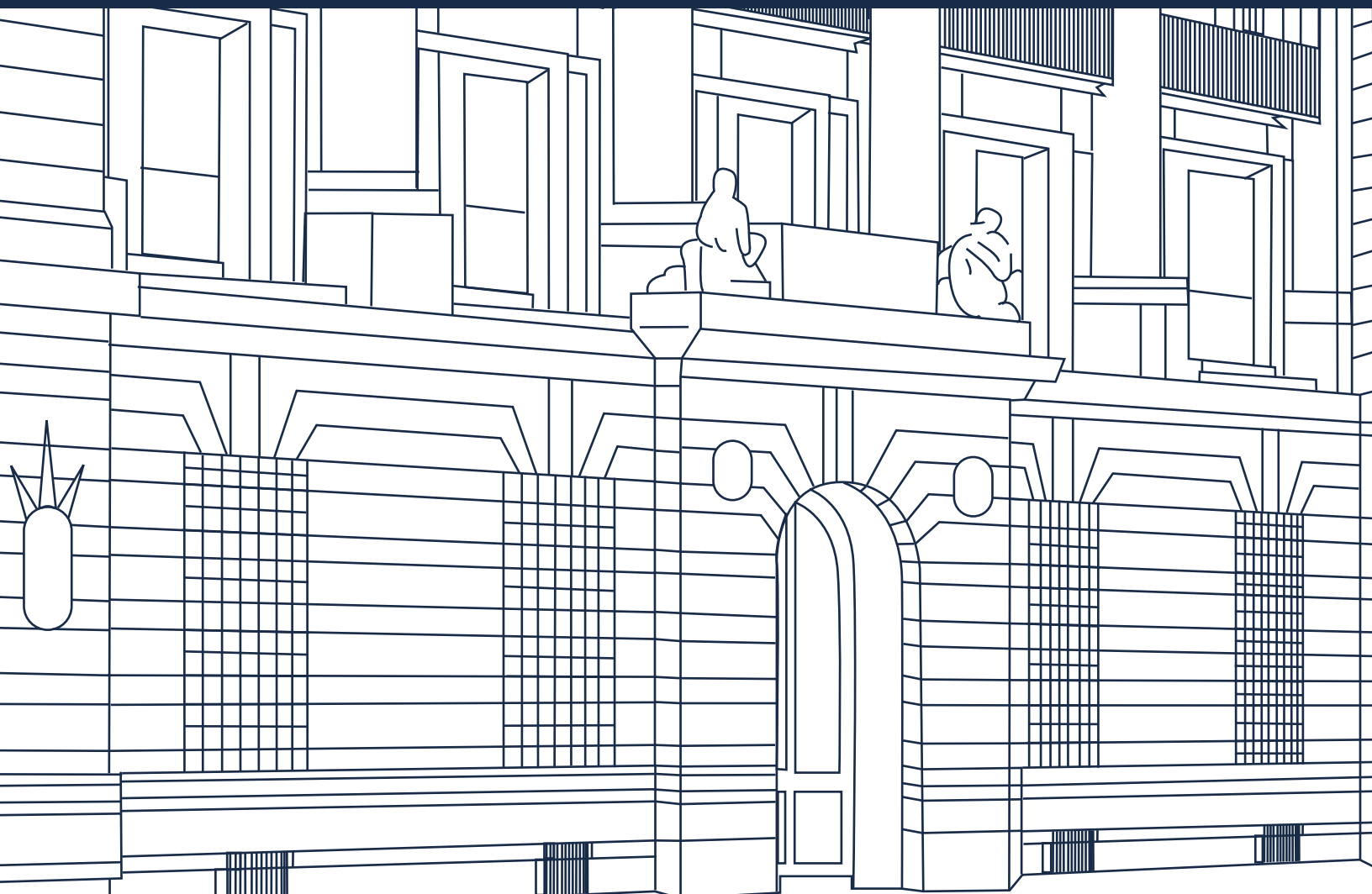




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 22

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 6 de septiembre de 2013



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Av. Cinco de Mayo número 2, 4o. piso, Col. Centro, Ciudad de México, Distrito Federal.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 5 de septiembre 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

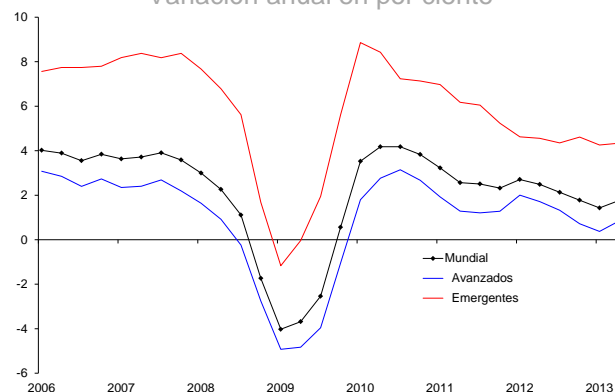
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La expansión de la economía mundial continúa siendo débil, con una recuperación incipiente en varias economías avanzadas y una desaceleración de múltiples economías emergentes (Gráfica 1). En respuesta a la posibilidad de que la Reserva Federal comience a reducir el impulso monetario, las tasas de interés a mediano y largo plazo han aumentado en prácticamente todos los países y la volatilidad de los mercados financieros ha aumentado. La elevada volatilidad ha venido

acompañada de salidas de capital y una caída en los precios de los activos de las economías emergentes. Así, la recuperación de la economía mundial sigue sujeta a una incertidumbre considerable.

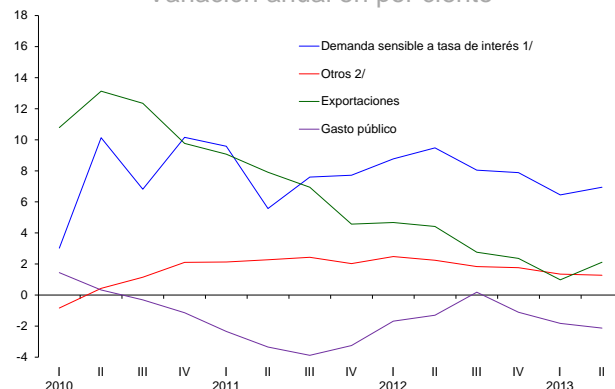
Gráfica 1
Producto Interno Bruto Mundial
Variación anual en por ciento



Nota: El cálculo del PIB para el segundo trimestre de 2013 incluye estimados para: Colombia, Perú, Filipinas, Rusia y Australia. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 86.1% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y JPMorgan.

En Estados Unidos continúa observándose cierta mejoría de la demanda interna privada, en particular aquella más sensible a las tasas de interés (Gráfica 2). Por su parte, las condiciones en el mercado laboral han seguido mejorando. Sin embargo, el sector industrial aún muestra señales de debilidad.

Gráfica 2
EUA: Composición del Crecimiento del PIB
Variación anual en por ciento



1/ Incluye gasto en bienes duraderos, gasto en equipo e inversión residencial.

2/ Incluye servicios, gasto en bienes no duraderos e inversión en estructuras.

Fuente: BEA.

En particular, el gasto en bienes duraderos, incluyendo vehículos, ha continuado creciendo en Estados Unidos, apoyado por las bajas tasas de interés y por la mayor disponibilidad de financiamiento para la compra de este tipo de bienes. En contraste, el gasto destinado a los servicios se ha debilitado, entre otros factores, por el menor consumo de gas y electricidad ante las condiciones climáticas benignas. Por otra parte, el alza en las tasas de interés hipotecarias en Estados Unidos parece estar incidiendo negativamente sobre la recuperación del mercado de vivienda. Así, el número de inicios y de ventas de casas nuevas ha mostrado un menor dinamismo en los últimos meses (Gráfica 3). Sin embargo, factores tanto de oferta como de demanda apuntan a que la construcción residencial continuará contribuyendo al crecimiento del PIB en la segunda mitad del año.

Gráfica 3
EUA: Venta de Casas e Inicio de Casas

Índice enero 2008=100, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Census Bureau.

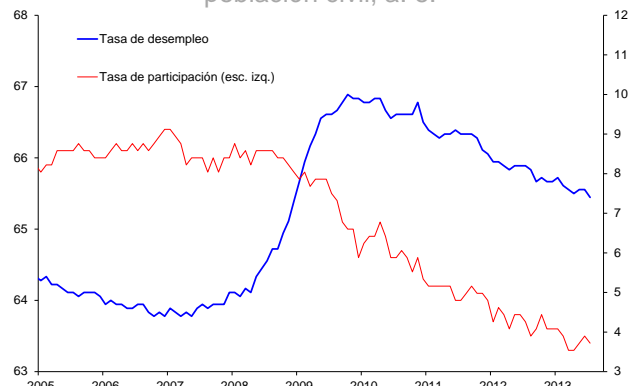
Por lo que se refiere a la mejoría en el mercado laboral en Estados Unidos, mientras que en el periodo marzo-agosto de 2012 la nómina no agrícola se incrementó en promedio 141 mil plazas, de septiembre de 2012 a julio de 2013 el promedio ha sido de 192 mil plazas. Este crecimiento en el empleo, aunado a la reducción en la tasa de participación laboral, se ha traducido en una caída en la tasa de desempleo, alcanzando un nivel de 7.4 por ciento en julio de 2013 (Gráfica 4).

Finalmente, la producción industrial en Estados Unidos ha continuado mostrando debilidad, lo que se ha reflejado en particular en el estancamiento del sector manufacturero prácticamente desde febrero de 2013 (Gráfica 5). Sin embargo, se espera un repunte en la actividad manufacturera en los próximos meses, como sugiere el aumento del

índice de gerentes de compras, particularmente en su componente de nuevos pedidos, y los mayores planes de gasto en capital.

Gráfica 4
EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación

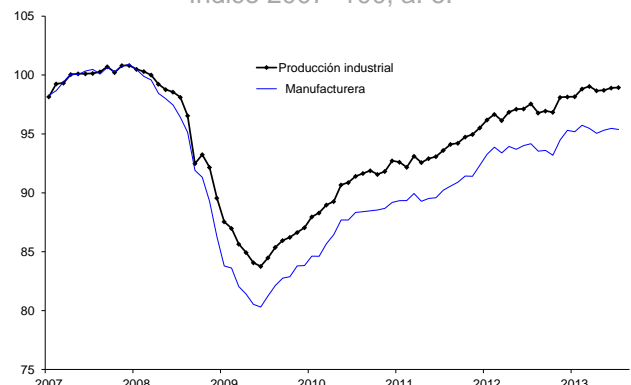
En por ciento de la PEA y en por ciento de la población civil, a. e.



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

Gráfica 5
EUA: Producción Industrial y Manufacturera

Índice 2007=100, a. e.

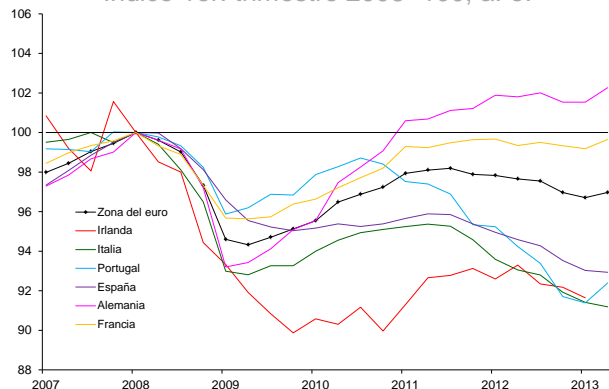


a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Después de seis trimestres consecutivos de contracción, la economía de la zona del euro mostró una recuperación en el segundo trimestre de 2013 con una expansión del PIB de 1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada, si bien con ciertas diferencias entre países de la región (Gráfica 6). Se anticipa que la recuperación del crecimiento de la zona del euro continúe siendo moderada debido tanto a que persisten desequilibrios macroeconómicos y financieros, como a que se ha visto un avance limitado respecto a los cambios estructurales necesarios para

fortalecer el crecimiento de la región. El endeudamiento de los hogares y de las corporaciones no financieras sigue siendo muy elevado en varios países de la región, lo que limitará la recuperación de la demanda interna.

Gráfica 6
Zona del Euro: PIB Real
Índice 1er. trimestre 2008=100, a. e.

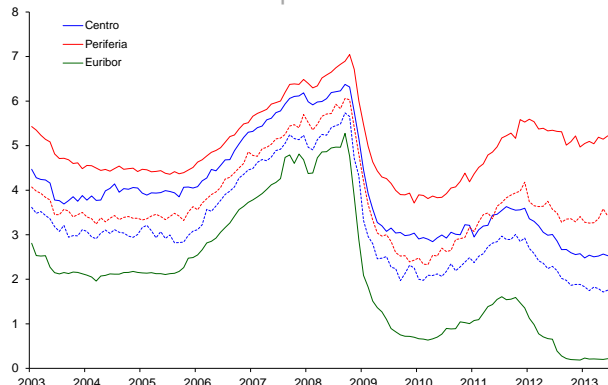


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: Irlanda al 1er trimestre de 2013
Fuente: Eurostat.

Al respecto, aunque la fragmentación financiera se ha reducido en alguna medida, gracias a las acciones del Banco Central Europeo (BCE), las condiciones crediticias siguen siendo restrictivas en muchos países. En particular, continúa existiendo un comportamiento diferenciado entre las tasas de interés bancarias que enfrentan los países del centro y los de la periferia de la zona del euro (Gráfica 7).

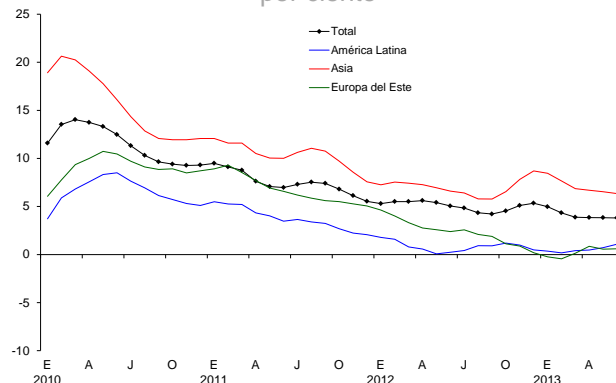
En general, el ritmo de crecimiento en las principales economías emergentes continuó disminuyendo en los últimos meses como respuesta al menor dinamismo de la demanda interna y externa, lo que se ha manifestado, en particular, en un menor crecimiento de su producción industrial (Gráfica 8). Si bien parte importante de esta disminución se debe a la pérdida de dinamismo en Asia, indicadores prospectivos apuntan a que la producción industrial en China incrementará su ritmo de crecimiento en los próximos meses.

Gráfica 7
Zona del Euro: Tasa de Interés de Préstamos a Empresas^{1/}
En por ciento



Nota: Centro corresponde al promedio de Alemania y Francia. Periferia corresponde al promedio de Italia, Irlanda, Portugal y España.
1/ La línea continua se refiere a la tasa de interés de préstamos a empresas por montos menores a 1 millón de euros. La línea discontinua se refiere a los préstamos a empresas por montos mayores a 1 millón de euros.
Fuente: BCE.

Gráfica 8
Economías Emergentes: Producción Industrial
Variación anual del promedio móvil de 3 meses en por ciento



Fuente: CPB Netherlands.

Los precios internacionales de las materias primas han registrado un comportamiento diferenciado durante las últimas semanas. En el caso del petróleo crudo, la disminución en la producción de países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y los problemas geopolíticos en Medio Oriente han provocado un

alza de sus precios, en particular del petróleo tipo Brent. Este movimiento al alza ha sido parcialmente contrarrestado por una continua debilidad de la demanda, dada la desaceleración en la actividad de las economías emergentes y la moderada recuperación de las avanzadas. Por su parte, los precios del oro y de la plata han registrado un repunte desde la última reunión de política monetaria, revirtiendo parte de las pérdidas que habían presentado en el segundo trimestre del año. Finalmente los precios de los granos disminuyeron nuevamente ante la expectativa de que el clima favorable en Estados Unidos conduzca a un fuerte aumento de la producción, a la vez que se espera que buenas cosechas en América Latina y Europa expandan la oferta mundial.

En general, la inflación se mantuvo baja en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, y se espera que permanezca en niveles reducidos en los próximos meses. En Estados Unidos, la inflación general anual pasó de 1.8 por ciento en junio a 2.0 por ciento en julio, principalmente por el aumento en los precios de la energía. Por su parte, la variación anual del deflactor del gasto de consumo privado aumentó de 1.3 a 1.4 por ciento en el mismo período, todavía por debajo de la meta de 2 por ciento en el largo plazo de la Reserva Federal. En la zona del euro, la inflación general anual en julio se mantuvo igual a la de junio, en 1.6 por ciento, por debajo del objetivo del BCE de una cifra menor pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. En Reino Unido, la inflación disminuyó de 2.9 por ciento en junio a 2.8 por ciento en julio, aún por encima del objetivo del banco central de 2.0 por ciento, pero dentro de su rango de tolerancia. Por su parte, el índice de precios al consumidor general de Japón tuvo un aumento anual de 0.2 por ciento en junio, primera cifra positiva de inflación desde mayo de 2012, que reflejó básicamente la depreciación del yen. En el caso de las economías emergentes, la inflación ha seguido estable en la mayoría de los casos, debido al menor dinamismo de la actividad económica y a precios internacionales bajos de los productos primarios, principalmente de los alimentos. Sin embargo, en algunos casos se observó un ligero repunte en la inflación, en parte por la depreciación de las monedas de estas economías.

En un entorno en el que prevalece la debilidad en la actividad económica mundial y una baja inflación, se espera que la postura de política monetaria se mantenga sin cambios en gran parte de las economías avanzadas y emergentes. No obstante, en caso de que la Reserva Federal decidiera

ajustar su postura de política monetaria, se podrían generar expectativas sobre futuras medidas en otros países.

Al respecto, en su reunión de julio, la Reserva Federal mantuvo inalterado el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 0.0-0.25 por ciento, así como los umbrales para la inflación y la tasa de desempleo que ha utilizado para comunicar sus planes en relación al momento en que podría comenzar a incrementar el objetivo para la referida tasa de interés. Adicionalmente, de acuerdo con las minutas de esta reunión, de materializarse las expectativas de recuperación, la Reserva Federal podría reducir el ritmo de compras de activos en etapas comenzando en la segunda mitad de este año.

El BCE, en su reunión de política de agosto, decidió mantener sin cambio sus tasas de referencia y consideró que las expectativas de inflación en la zona del euro continúan firmemente ancladas y en línea con el objetivo del Banco de registrar una inflación por debajo pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. El BCE también señaló que los indicadores más recientes sobre la actividad económica continúan mostrando una mejoría. Finalmente, ratificó la guía futura (*forward guidance*) para su política monetaria, dada a conocer en julio pasado, de mantener sus tasas de interés en sus niveles actuales o por debajo de los mismos por un periodo prolongado. Esto debido a la perspectiva de baja inflación en el mediano plazo dada la debilidad generalizada de la economía y de los agregados monetarios y crediticios.

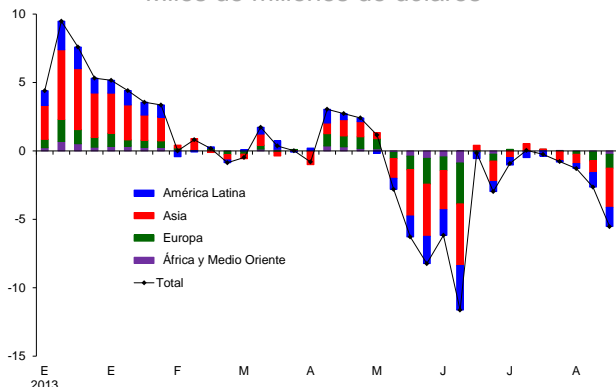
El Banco de Inglaterra (BI) dio a conocer, junto con la presentación del Informe de Inflación de agosto, la evaluación que le había solicitado el Ministerio de Hacienda en julio pasado sobre la conveniencia de ofrecer algún tipo de guía futura para su política monetaria. Como resultado de dicha evaluación, el BI especificó que, como mínimo, mantendrá su postura monetaria altamente acomodaticia hasta que el grado de holgura de la actividad se haya reducido sustancialmente, siempre que no implique riesgos para la evolución de la inflación en el mediano plazo y para la estabilidad del sistema financiero. En particular, el BI mencionó que no pretende elevar la tasa de referencia por encima de su nivel actual de 0.5 por ciento, al menos hasta que la tasa de desempleo haya disminuido por debajo del umbral de 7 por ciento. El BI también señaló que, como reflejo de su compromiso ineludible con la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, la implementación de la guía

futura tendrá lugar sólo mientras se cumplan tres condiciones: 1) que las perspectivas de inflación de mediano plazo (de año y medio a dos años) se mantengan por debajo de 2.5 por ciento; 2) que las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas; y, 3) que el Comité de Política Financiera considere que la postura de política monetaria no presenta un riesgo considerable para la estabilidad financiera.

El Banco de Japón, en su reunión de agosto, mantuvo sin cambio su tasa de política, así como el nivel programado de compras de activos, con el objeto de alcanzar su meta de inflación anunciada en abril pasado, de 2 por ciento en un plazo de alrededor de dos años. El Instituto Central señaló que la economía empieza a recuperarse moderadamente.

En este contexto, en mayo pasado dio inicio un proceso de descompresión de primas de riesgo en las tasas de interés de largo plazo en la gran mayoría de los países, dada la influencia de las condiciones financieras en Estados Unidos sobre el resto de los mercados. La descompresión de las primas de riesgo, aunada a menores perspectivas de crecimiento, ha resultado en una salida de flujos de capitales de las economías emergentes, en un aumento considerable en sus tasas de interés de mayor plazo, y en una depreciación importante de sus monedas (Gráfica 9). Cabe señalar que el ajuste en aquellos mercados emergentes con mejores fundamentos económicos, como es el caso de México, ha sido moderado.

Gráfica 9
Flujo de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones)^{1/}
 Miles de millones de dólares



1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio. Fuente: EPFR.

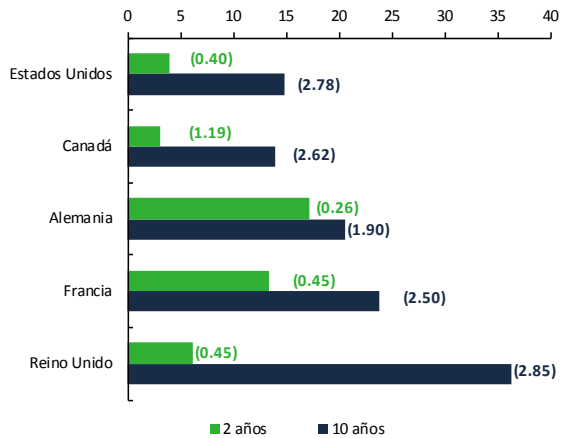
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las últimas semanas se fortaleció la expectativa de que la Reserva Federal de Estados Unidos reducirá el ritmo de expansión de su balance antes de que finalice el año. De hecho, no se descarta que en su reunión del próximo 18 de septiembre, este Banco Central anuncie una disminución en su programa de compra de activos. La mayoría de los analistas coinciden en la conveniencia de una reducción gradual en el ritmo de compra de valores, concentrándose en notas del Tesoro con el fin de evitar, por el momento, una afectación importante al mercado de vivienda. Esta afectación se daría a través de la disminución de las compras de instrumentos respaldados por flujos de créditos hipotecarios y el potencial incremento de las tasas hipotecarias.

Ante la mencionada expectativa de que la Reserva Federal reduzca su programa de compras y la resultante descompresión en algunas primas de riesgo a nivel global, y dado el panorama económico más favorable en los países desarrollados, las tasas de interés de los bonos gubernamentales en los principales países avanzados continuaron la tendencia al alza que se ha observado en los últimos meses. De esta forma, acumularon incrementos de entre 60 y hasta 100 puntos base desde mayo pasado en los plazos mayores a cinco años. De hecho, en varios países las tasas de interés de largo plazo se ubican en niveles no vistos desde agosto de 2011. Por su parte, las tasas de interés de los bonos de corto plazo sólo presentaron incrementos menores en respuesta a la retórica de varios bancos centrales de mantener la tasa de referencia en los niveles actuales por un periodo prolongado. Lo anterior generó un empinamiento pronunciado de las curvas de rendimiento (Gráfica 10).

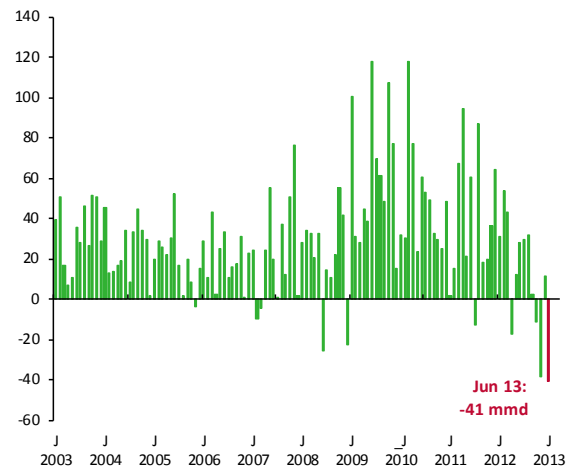
Gráfica 10
Cambio en las tasas de interés de bonos gubernamentales de países seleccionados
 Cambio del 8 de julio al 2 de septiembre, puntos base



Tasas de interés al 2 de septiembre entre paréntesis.
 Fuente: Bloomberg.

Las importantes pérdidas de capital de los inversionistas como resultado de la fuerte alza en las tasas de interés, aunada a la expectativa de que éstas continúen incrementándose en los próximos meses, han generado importantes flujos de salida de los fondos de inversión especializados en el mercado de renta fija, particularmente de aquéllos destinados al mercado de deuda estadounidense. De hecho, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, las ventas netas de notas del Tesoro por parte de inversionistas extranjeros en junio alcanzaron el nivel histórico más alto (Gráfica 11).

Gráfica 11
Estados Unidos: Compras netas de notas del Tesoro por parte de inversionistas extranjeros
 Miles de millones de dólares

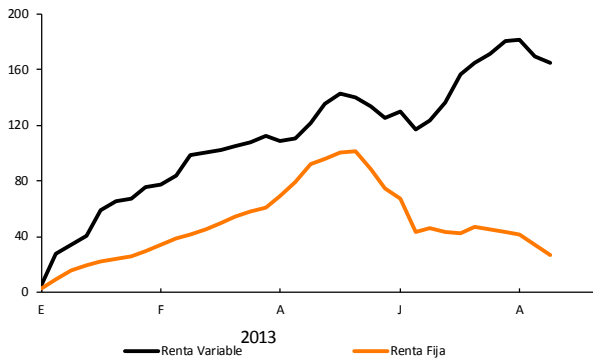


Fuente: Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Asimismo, de acuerdo a los últimos datos disponibles sobre flujos de fondos de inversión a nivel global, parecería que la liquidación de posiciones en instrumentos de renta fija se ha traducido en mayores flujos hacia mercados accionarios (Gráfica 12). De hecho, desde la última reunión de política monetaria, las bolsas de países desarrollados tuvieron una evolución positiva en términos generales. Por país, sobresalieron los índices accionarios europeos que aumentaron entre 1 por ciento y hasta 7 por ciento impulsados por la publicación de cifras económicas que resultaron más positivas a lo anticipado (Gráfica 13). Entre los países desarrollados la excepción al comportamiento positivo fue la bolsa de Japón que perdió alrededor de 4 por ciento, en respuesta a cifras económicas que mostraron una mayor debilidad a la anticipada.

Gráfica 12
Flujos acumulados hacia fondos que invierten en mercados de renta fija y de renta variable a nivel global

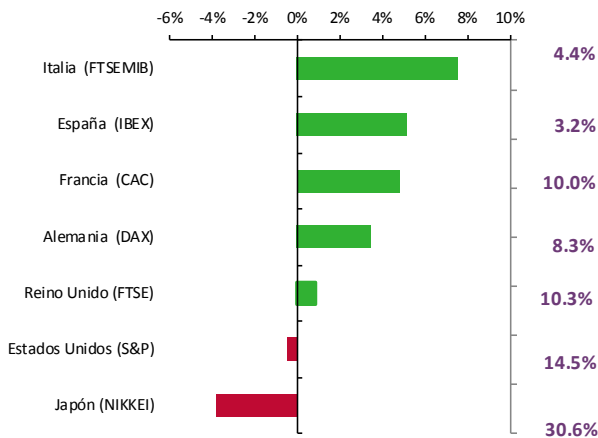
Miles de millones de dólares



Fuente: EPFR.

Gráfica 13
Variación porcentual de los índices accionarios seleccionados

Del 8 de julio al 2 de septiembre, porcentaje

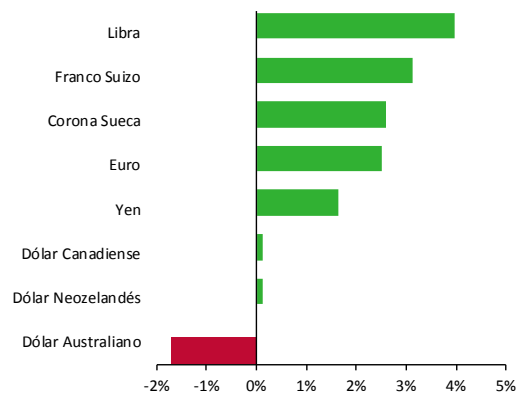


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los mercados cambiarios, las divisas de los principales países desarrollados presentaron apreciaciones generalizadas frente al dólar americano (Gráfica 14). En particular, sobresalió el desempeño positivo de las divisas europeas que respondieron a que sus economías, por lo general, mostraron un dinamismo mejor a lo esperado.

Gráfica 14
Variación porcentual de las principales divisas frente al dólar

Porcentaje del 8 de julio al 2 de septiembre



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, es importante destacar que el fuerte incremento de las tasas de interés de mediano y largo plazo en países desarrollados ha generado que sus condiciones monetarias se hayan vuelto menos laxas. En Estados Unidos, preocupa el alza que se ha observado en las tasas de interés en el sector hipotecario, y su potencial efecto negativo sobre la actividad de refinanciamiento de hipotecas y las ventas de vivienda.

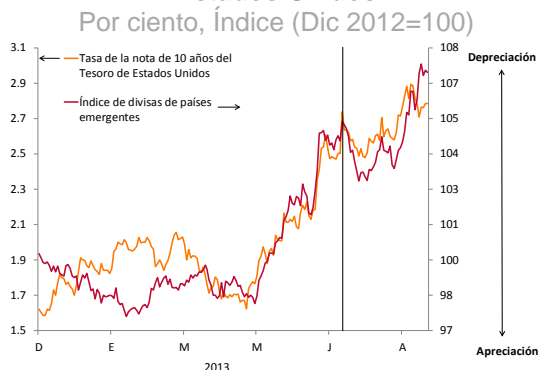
Ante este escenario, y en el contexto de bajos niveles de inflación y de expectativas inflacionarias ancladas, no se descarta que los bancos centrales de los países desarrollados tomen medidas adicionales para contener el alza de las tasas de interés y el consecuente apretamiento de las condiciones monetarias.

En este sentido, la política de comunicación de estos bancos centrales respecto de sus futuras acciones tomará un papel más importante para evitar una afectación a la incipiente recuperación económica en sus países y para contribuir a la estabilidad de los mercados financieros en los siguientes meses.

2.2.2. Mercados emergentes

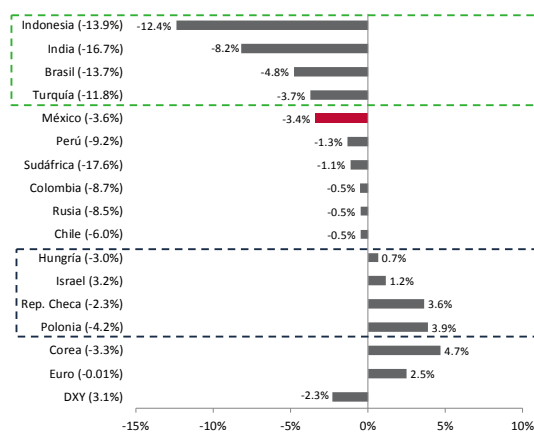
Las tasas de interés y los tipos de cambio en los países emergentes mostraron una alta correlación con los movimientos de las tasas de interés en los Estados Unidos (Gráfica 15). Desde la última reunión de política monetaria del Banco de México, se observó un alza generalizada en las tasas de interés de los instrumentos gubernamentales de estos países y depreciaciones de la mayoría de sus divisas. Las divisas de aquellos países con fundamentos macroeconómicos más débiles, tales como Brasil, India, Indonesia y Turquía, tuvieron el peor desempeño (Gráficas 16 y 17).

Gráfica 15
Desempeño de la Cotización de las Divisas de Países Emergentes Frente al Dólar y Tasa de Interés de la Nota de 10 años del Tesoro de Estados Unidos



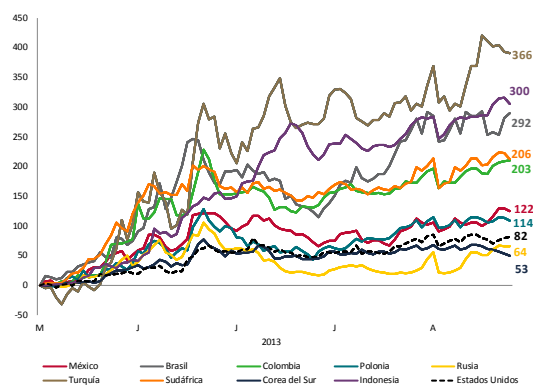
El índice muestra el desempeño de las divisas de las principales economías de países emergentes (México, Brasil, Chile, Colombia, Polonia, República Checa, Turquía, Rusia, India, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia). Cada divisa presenta la misma ponderación. Un movimiento positivo en el índice de divisas representa una depreciación y en caso contrario, un movimiento negativo en el índice representa una apreciación. Nota: La línea vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria de Banco de México. Fuente: Bloomberg.

Gráfica 16
Cambios Porcentuales de la Cotización de Divisas Seleccionadas del 8 de Julio al 2 de Septiembre de 2013



(+) apreciación / (-) depreciación
Se consideran las divisas de las principales economías emergentes. Fuente: Bloomberg.

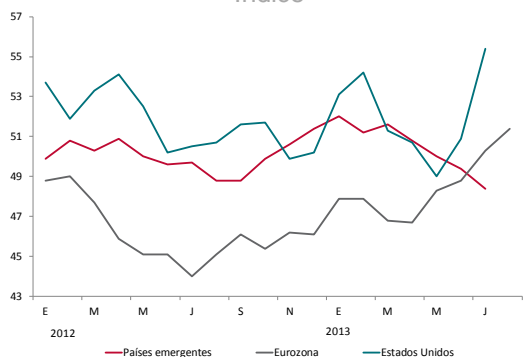
Gráfica 17
Variación Acumulada en las Tasas Gubernamentales en Moneda Local a 5 años para Países Seleccionados



Movimientos acumulados a partir de mediados de mayo cuando inició la especulación sobre la reducción en el ritmo de compras de activos de la Reserva Federal. Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, en la mayoría de los países emergentes la actividad económica continuó debilitándose, lo cual contrasta con el reciente mejor desempeño que se ha observado en las economías desarrolladas, principalmente en Estados Unidos y Europa. Esta asimetría fue un factor adicional que contribuyó al mal desempeño de los mercados emergentes (Gráfica 18).

Gráfica 18
Índices de Manufactura PMI de Países Emergentes y Desarrollados
Índice



Nota: El índice de países emergentes pondera a los siguientes países de acuerdo al tamaño de sus economías (PIB): China, Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong, Vietnam, Indonesia, India, Brasil, México, Turquía, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Egipto, Rusia, Polonia y República Checa. Para el caso del PMI de Estados Unidos, los datos son calculados por el Institute for Supply Management.
Fuente: Markit.

2.2.3. Mercados en México

En México la evolución de los mercados financieros también fue negativa y en gran medida producto de la ya mencionada incertidumbre respecto de las próximas decisiones de política monetaria de la Reserva Federal. En todo caso, el ajuste en los mercados financieros se ha llevado a cabo de una manera ordenada. El peso se depreció 3.4 por ciento en el periodo entre decisiones de política monetaria y operó en un rango amplio de ochenta y siete centavos (Gráfica 19).

Gráfica 19
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar
Peso mexicano por dólar

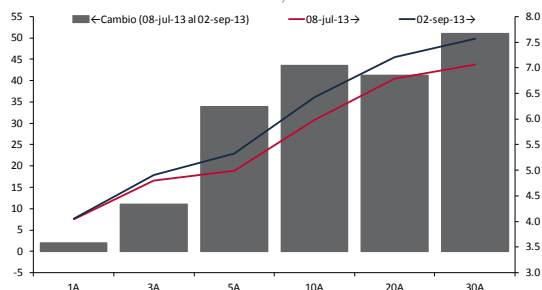


Fuente: Bloomberg.

En el mercado de dinero las tasas de interés se elevaron hasta en 60 puntos base, siendo los incrementos más importantes en los plazos más largos de la curva de rendimientos (Gráfica 20). Estas mayores tasas fueron producto fundamentalmente de la descompresión de primas resultante de la expectativa de ajustes en la postura de la política monetaria en Estados Unidos.

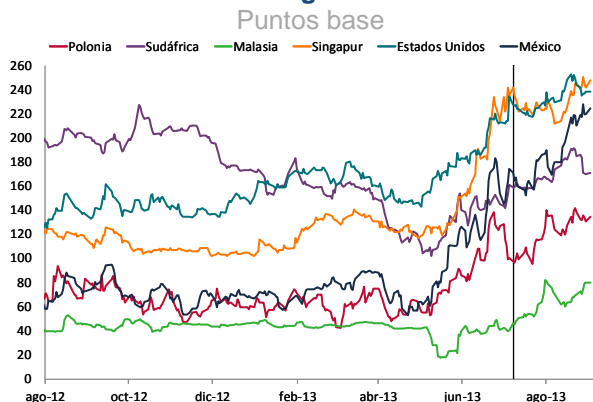
Como ya se dijo, el incremento en las tasas de interés y en la pendiente de la curva de rendimiento no fue exclusivo para el caso de México (Gráfica 21).

Gráfica 20
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales
Puntos base, Por ciento



Fuente: Banco de México con información de PIP.

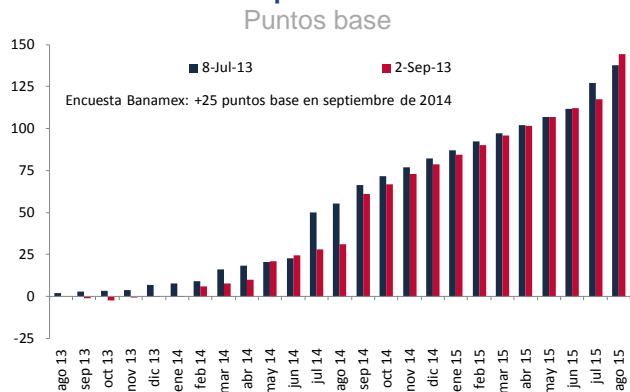
Gráfica 21
Pendiente de la Curva de Rendimiento de
Valores Gubernamentales de Países
Emergentes



Nota: Pendiente medida a través del diferencial entre el bono gubernamental de 10 y 2 años. Países incluidos en el índice WGBI y Estados Unidos
 Fuente: Banco de México.

Finalmente, el deterioro de la actividad económica en México aunado al panorama más benigno para la inflación, han provocado un ajuste en las expectativas sobre la tasa de referencia de la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimiento. Ahora se incorpora una probabilidad marginal de un recorte en la tasa de referencia durante los próximos meses (Gráfica 22). Esta situación difiere de la opinión de la mayoría de los analistas, quienes no anticipan disminuciones en la tasa objetivo de la política monetaria en el horizonte citado, dadas las condiciones monetarias externas y la posibilidad de observar un deterioro en el balance de riesgos para la inflación dependiendo del planteamiento y aprobación de la reforma fiscal.

Gráfica 22
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la
Curva de Swaps de TIIIE de 28 días



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

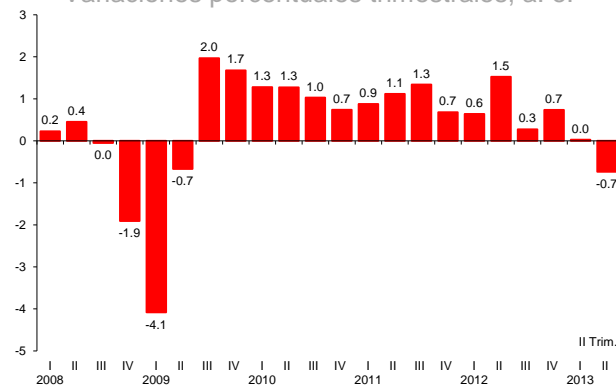
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Durante el segundo trimestre de 2013 se agudizó la desaceleración que la economía había venido presentando desde la segunda mitad de 2012. Esta desaceleración fue más rápida y generalizada que lo previsto hace unos meses. En efecto, los choques adversos que han afectado el dinamismo de la economía contribuyeron a que en el periodo abril-junio del año en curso se haya registrado la primera contracción trimestral desestacionalizada del PIB desde la observada en el segundo trimestre de 2009 (Gráfica 23).

Gráfica 23
Producto Interno Bruto

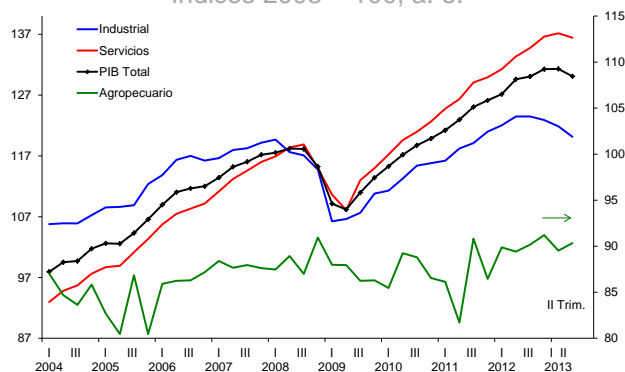
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



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

Cabe mencionar que, con la publicación de las cifras correspondientes al segundo trimestre de 2013, el INEGI cambió el año base para el cálculo del PIB de 2003 a 2008. Estas nuevas cifras muestran que desde el tercer trimestre de 2012 el sector industrial había presentado una contracción más severa que la que anteriormente era posible apreciar (Gráfica 24). Esta desfavorable evolución fue reflejo, principalmente, de una caída en los niveles de actividad del sector de la construcción, así como un persistente estancamiento de la industria manufacturera (Gráfica 25).

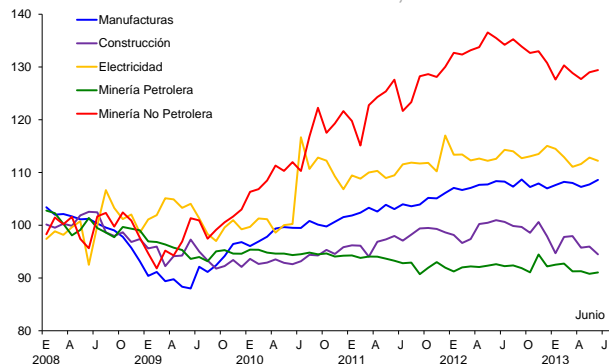
Gráfica 24
Producto Interno Bruto
Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 25
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.

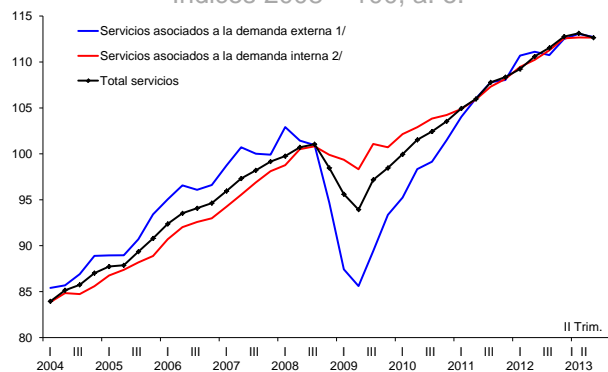


a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

Asimismo, en los datos revisados se registra una desaceleración más notoria del sector servicios que la que podía percibirse con los datos anteriores. De hecho, en el segundo trimestre de 2013 el sector terciario mostró una variación negativa respecto al trimestre previo, la cual se derivó de la pérdida de dinamismo tanto de aquellos servicios asociados a la demanda externa, como de los más relacionados a la interna (Gráfica 26).

Gráfica 26
PIB del Sector Servicios: Total
Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

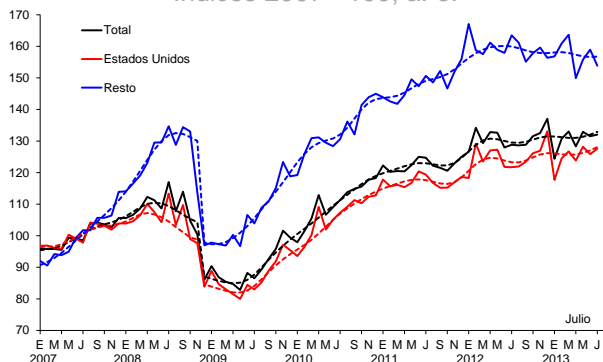
1/ Incluye los sectores de Comercio y transporte, correos y almacenamiento.

2/ Conformado por los servicios de información en medios masivos; servicios financieros y de seguros; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; servicios profesionales, científicos y técnicos; dirección de corporativos y empresas; servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos; servicios educativos; servicios de salud; servicios de esparcimiento y culturales, deportivos y otros recreativos; servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos; otros servicios y las actividades del gobierno y de los organismos internacionales y extraterritoriales.

Fuente: Desestacionalización elaborada por Banxico con información del SCNM, INEGI.

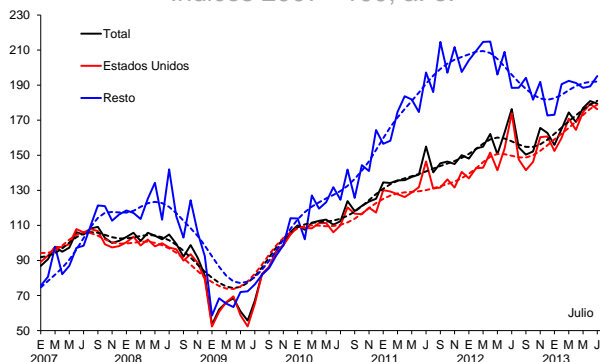
La evolución desfavorable de los niveles de actividad económica en los últimos meses responde tanto a la persistencia de la debilidad de la demanda externa, como, recientemente, a un desempeño menos favorable de la interna. En efecto, en cuanto a la demanda externa, destaca que en el segundo trimestre de 2013 persistió el relativo estancamiento que las exportaciones manufactureras han presentado desde la segunda mitad del año pasado. Este comportamiento reflejó la nula expansión que han exhibido las exportaciones no automotrices, así como los menores niveles de las ventas automotrices dirigidas a países distintos a Estados Unidos en relación a las registradas a principios de 2012 (Gráfica 27 y Gráfica 28).

Gráfica 27
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
 Índices 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 28
Exportaciones Manufactureras Automotrices
 Índices 2007 =100, a. e.



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

Los datos más oportunos acerca de la evolución del gasto interno sugieren que éste continuó registrando un deterioro en sus niveles en los meses recientes. En particular, en lo que corresponde al consumo privado, destaca que las ventas al menudeo y mayoreo siguieron presentando niveles relativamente más bajos que los observados hasta mediados del año pasado (Gráfica 29). Por su parte, la información más reciente indica que la inversión fija bruta continuó mostrando señales de debilidad en el segundo trimestre del año. Dicho desempeño obedece a la tendencia negativa de la inversión en construcción en el sector de vivienda, así como al estancamiento de las importaciones de bienes de capital (Gráfica 30 y Gráfica 31). Asimismo, el menor gasto de inversión pública en los primeros meses del año también contribuyó a este comportamiento. En

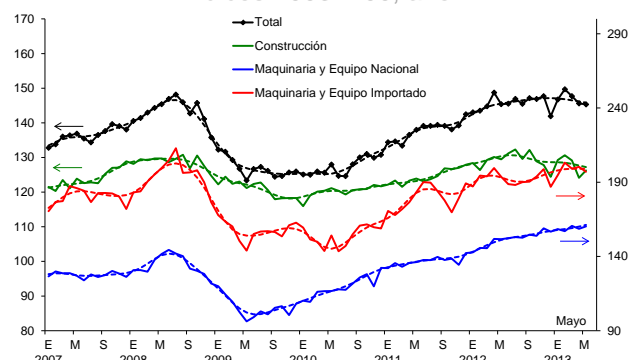
efecto, el esfuerzo de consolidación fiscal previsto para el año, aunado al menor gasto público a finales de 2012 y en la primera mitad de 2013 asociados al cambio de administración, acentuaron la pérdida de dinamismo de la demanda interna.

Gráfica 29
Ventas en los Establecimientos Comerciales
 Índices 2008 =100, a. e.



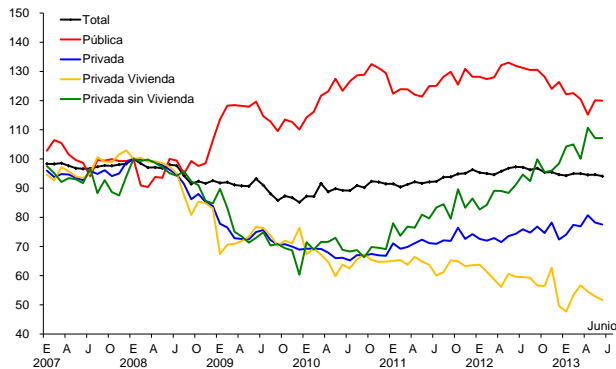
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 30
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.

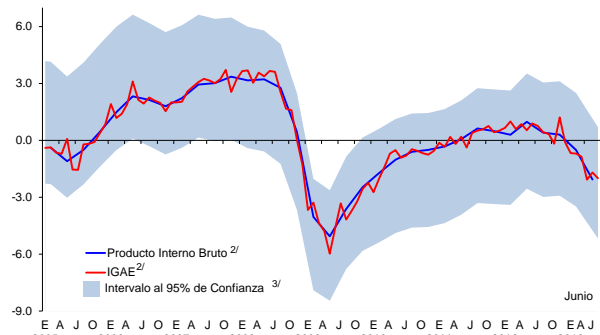
Gráfica 31
Valor Real de la Producción en la Construcción
por Sector Institucional Contratante
 Índices enero 2008 = 100



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.

Gráfica 32
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentajes del producto potencial, a. e.



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 segundo trimestre de 2013; cifras del IGAE a junio de 2013.

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

a.e. Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

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

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La contracción que registró la actividad económica en el segundo trimestre se ha traducido en un mayor grado de holgura en la economía. Esto ha contribuido a que la reducción en la inflación en los últimos meses, en particular en el componente subyacente, haya sido mayor a la prevista.

En particular, la información más reciente sugiere una disminución considerable en la brecha del producto, la cual ha venido presentando una trayectoria a la baja y se ubica en terreno negativo (Gráfica 32). De manera congruente con ello, se amplió la holgura en el mercado laboral, pues en los últimos meses se ha registrado una disminución en el ritmo de expansión del número de trabajadores asegurados en el IMSS (Gráfica 33). Adicionalmente, la tasa de desocupación nacional ha seguido mostrando niveles superiores a los observados en la primera parte de 2012 (Gráfica 34).

Gráfica 33
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
 Millones de personas

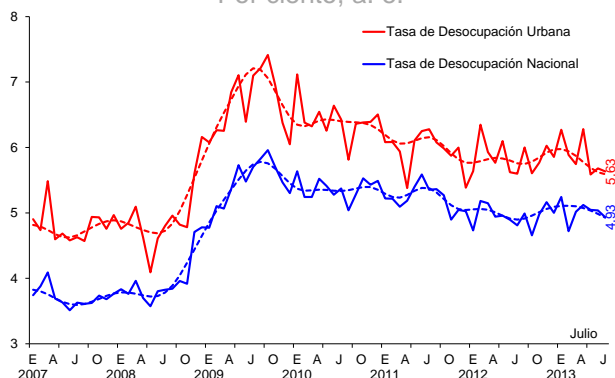


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

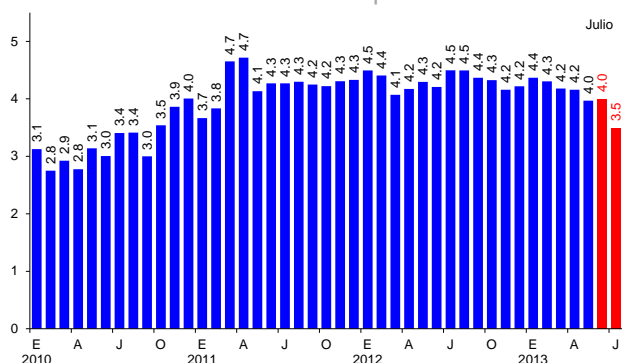
En este contexto, la moderación en el ritmo de aumento de los salarios (Gráfica 35), junto con la tendencia que ha venido registrando la productividad media del trabajo, condujeron a que los costos unitarios de la mano de obra continuaran en niveles bajos (Gráfica 36).

Gráfica 34
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
 Por ciento, a. e.



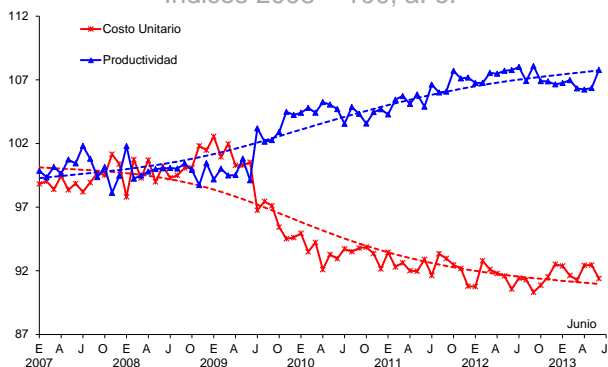
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 35
Salario Base de Cotización al IMSS
 Variación anual en por ciento



Fuente: IMSS.

Gráfica 36
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose, si bien a un ritmo ligeramente más moderado que en los meses previos, particularmente en lo que se refiere al crédito a los hogares. Las tasas de interés del crédito bancario a los distintos sectores han permanecido en niveles estables, mientras que los índices de morosidad han mostrado un moderado deterioro. Así, no se observan señales de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

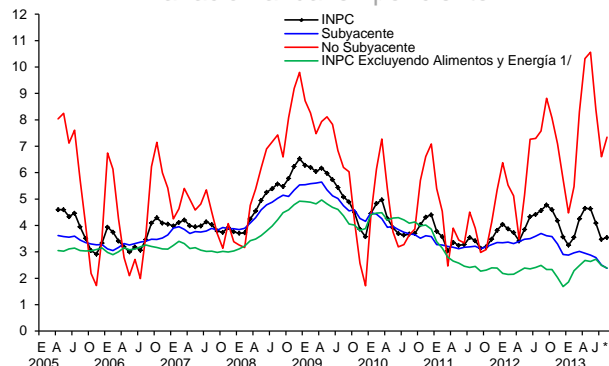
2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En los últimos meses la inflación ha venido disminuyendo más rápido y en mayor magnitud a lo anticipado, con lo que se ha confirmado la tendencia descendente de la inflación general anual. Lo anterior ha sido resultado de dos factores principales: primero, el menor dinamismo de la economía mexicana ha repercutido en menores tasas de crecimiento de los precios al consumidor; y segundo, el desvanecimiento de los efectos de varios choques transitorios que afectaron en meses previos al componente no subyacente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En particular, la inflación subyacente anual ha permanecido en niveles inferiores a 3 por ciento prácticamente desde diciembre de 2012, alcanzando niveles mínimos históricos por debajo de 2.5 por ciento (Gráfica 37). Lo anterior es indicativo de que a pesar de los cambios en precios relativos experimentados en diversos productos en los meses previos, la conducción de la política monetaria ha contribuido a que no se hayan presentado efectos de segundo orden, confirmándose la continuidad en la convergencia de la inflación general al objetivo de 3 por ciento.

Así, en la primera quincena de agosto de 2013 la inflación general anual se ubicó en 3.54 por ciento, en tanto que en junio fue 4.09 por ciento (Gráfica 37 y Cuadro 1). En lo que corresponde a la inflación subyacente anual, ésta disminuyó de 2.79 por ciento en junio a 2.38 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 38 y Cuadro 1). Este comportamiento se vio influenciado en lo principal, por la evolución del subíndice de precios subyacente de las mercancías, el cual registró una variación anual de 2.51 por ciento en la primera quincena de agosto de 2013, mientras que en junio fue de 3.14 por ciento. En el mismo sentido, la variación del subíndice de precios de los servicios, la cual se mantiene en niveles por debajo de 2.5 por ciento, se redujo a 2.27 por ciento en la primera

quincena de agosto de 2013, mientras que en junio había sido de 2.49 por ciento (Gráfica 39 y Cuadro 1). En particular, destaca el rubro de servicios distintos a vivienda y educación, cuya variación anual se situó en 1.60 por ciento en la primera quincena de agosto de 2013, resultado al que contribuyeron disminuciones de precios en transporte aéreo y en servicios de telefonía móvil (Cuadro 1).

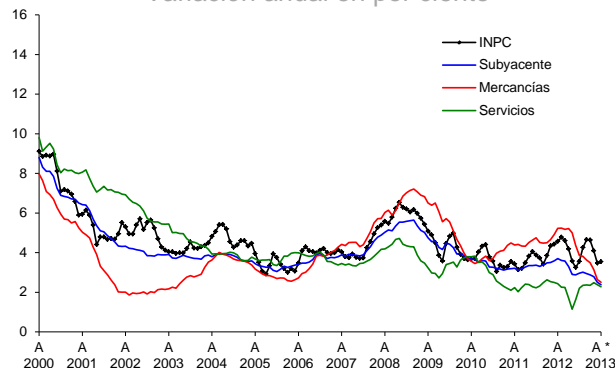
Gráfica 37
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



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 agosto de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

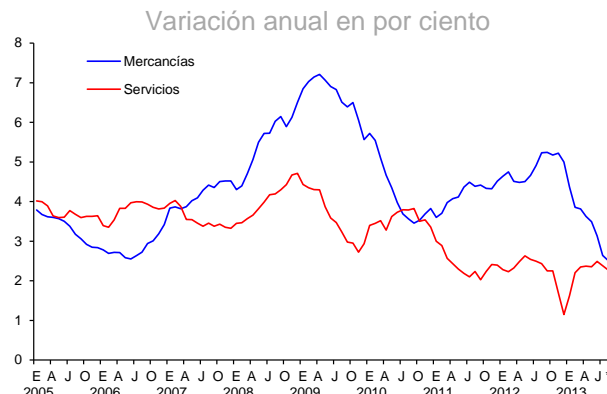
La evolución de la inflación no subyacente anual refleja el desvanecimiento de los choques de oferta que la afectaron anteriormente, ubicándose en 7.34 por ciento en la primera quincena de agosto de 2013, mientras que en junio la cifra correspondiente fue 8.39 por ciento. En particular, los productos agropecuarios tuvieron una tasa de variación anual de 5.94 por ciento en la primera quincena de agosto de 2013, cifra 3.05 puntos porcentuales menor a la registrada en junio. En lo que se refiere al subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, éste continuó siendo afectado por la dilución del efecto favorable generado por la eliminación de la tenencia vehicular en diversas entidades el año anterior, así como por el incremento en las tarifas del transporte público en algunas localidades, con lo que su tasa de variación anual se ubicó en 8.25 por ciento en la primera quincena de agosto de 2013, comparado con 8.06 por ciento en junio (Cuadro 1).

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



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

Gráfica 39
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
Variación anual en por ciento

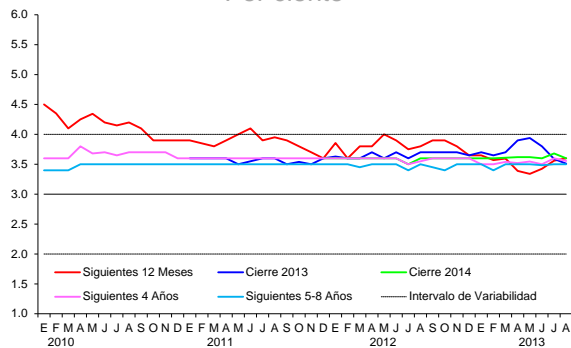


*Información a la primera quincena de agosto de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

De acuerdo con la encuesta de las expectativas que levanta el Banco de México entre los especialistas del sector privado, la mediana de las previsiones sobre la inflación general para el cierre de 2013 registró una disminución de 3.80 a 3.51 por ciento entre junio y agosto de 2013. Este cambio a la baja fue resultado de la disminución de la mediana de las expectativas de la inflación subyacente de 3.10 a 2.80 por ciento, así como del decremento que registró la expectativa para la inflación no subyacente implícita en las referidas medianas, la cual pasó de 6.20 a 5.95 por ciento (Gráfica 40). Cabe señalar que esta expectativa de inflación general para el cierre de 2013 es incluso menor que el 3.70 por ciento reportado en la encuesta de febrero de 2013, antes de la ocurrencia de los choques de oferta que afectaron temporalmente a la inflación.

Para horizontes de mediano y largo plazo, las expectativas de inflación se mantuvieron estables. La mediana de las correspondientes a la inflación general para el cierre de 2014 permaneció estable alrededor de 3.60 por ciento. Lo anterior fue resultado de que la mediana de las expectativas de inflación subyacente se mantuvo en 3.20 por ciento entre ambas encuestas y que la expectativa para la inflación no subyacente implícita en ambas medianas estuvo alrededor de 5.00 por ciento. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación para los siguientes 4 años y aquella para los próximos 5 a 8 años continuaron estables en 3.5 por ciento (Gráfica 40).

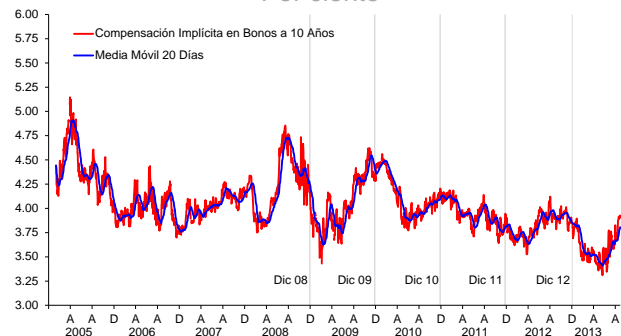
Gráfica 40
Mediana de las Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas del Banco de México.

Como complemento a la información sobre expectativas de inflación que se obtiene de las encuestas, es posible calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario, con base en los datos de las tasas de interés de valores gubernamentales de largo plazo. Dicho indicador ha aumentado ligeramente, derivado posiblemente de la mayor volatilidad observada en los mercados financieros (Gráfica 41).

Gráfica 41
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.

Por último, considerando el comportamiento reciente de la inflación y la desaceleración de la economía, se anticipa que el indicador de la inflación general anual continúe presentando una trayectoria convergente al objetivo de 3 por ciento, incluso por debajo de la que se anticipaba anteriormente.

En todo caso, la evolución de la inflación no está exenta de riesgos, entre los que destacan a la baja: i) en el corto plazo, un mayor debilitamiento de la actividad económica y, ii) en el mediano plazo, los avances en el proceso de reformas estructurales podrían dar lugar a que la economía enfrente menores presiones sobre la inflación. En cuanto a riesgos al alza se considera que la volatilidad cambiaría derivada de ajustes en los mercados financieros internacionales podría afectar a la inflación, si bien sería de esperarse un efecto reducido derivado del bajo traspaso de variaciones cambiarias a ésta. Finalmente, conviene destacar que aun cuando existe la posibilidad de que se presenten cambios en precios relativos resultantes de una reforma fiscal, se estima que su impacto sobre la inflación sería transitorio y sin efectos de segundo orden.

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

Concepto	Diciembre 2012	Junio 2013	Agosto 1q 2013
INPC	3.57	4.09	3.54
Subyacente	2.90	2.79	2.38
Mercancías	5.00	3.14	2.51
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.11	3.94	3.53
Mercancías no Alimenticias	4.13	2.49	1.70
Servicios	1.15	2.49	2.27
Vivienda	2.05	2.21	2.26
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.34	4.61
Otros Servicios	-0.72	2.24	1.60
No Subyacente	5.74	8.39	7.34
Agropecuarios	9.18	8.99	5.94
Frutas y Verduras	2.90	-1.22	-0.40
Pecuarios	13.22	15.38	9.76
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	3.84	8.06	8.25
Energéticos	5.62	8.36	8.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.45	7.15	7.72

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 consideró que el crecimiento de la economía mundial ha sido moderado aunque no homogéneo entre países. Asimismo, todos los miembros concordaron en que la expectativa del inicio de un retiro gradual del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos ha continuado generando volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este contexto, todos los miembros coincidieron en que se acentuó la desaceleración de la actividad económica mexicana en el segundo trimestre del año. Adicionalmente, todos los miembros destacaron la disminución en la inflación general anual y la mayoría apuntó que la inflación subyacente se ubica en niveles históricamente bajos. La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la holgura en la economía se ha ampliado de manera importante y anticipa que ésta se mantenga por un tiempo prolongado. Así, la mayoría de los miembros concluyó que existe margen para reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día sin comprometer la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que la actividad económica mundial continúa mostrando una expansión débil, añadiendo que ésta no ha sido homogénea entre países. Dicha mayoría enfatizó que las economías emergentes han presentado una importante desaceleración en su ritmo de expansión. También señaló que ciertas economías avanzadas empiezan a presentar un mejor desempeño en su crecimiento económico, aunque éste continúa siendo frágil. Algunos miembros destacaron el caso de Estados Unidos, que encabeza dicha recuperación. No obstante, uno de ellos agregó que otros países desarrollados, como Australia, han mostrado cierta desaceleración, contaminados en parte por el menor dinamismo de las economías emergentes.

La mayoría de los miembros concordó en que se espera que la economía global muestre una recuperación gradual. Uno de ellos agregó que los indicadores prospectivos han mejorado y que el consenso de los analistas estima que el crecimiento

económico mundial en 2014 sea superior al estimado para el presente año. Algunos miembros coincidieron en que las expectativas de crecimiento para las economías avanzadas han mejorado. Sin embargo, la mayoría de los miembros apuntó que existen riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial. En particular, uno de ellos señaló que el incremento en las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas, derivado de la incertidumbre sobre la evolución futura de la política monetaria en Estados Unidos, podría limitar la recuperación económica.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, todos los miembros de la Junta concordaron en que su ritmo de crecimiento ha mostrado un mayor dinamismo y la mayoría agregó que esto se debió al fortalecimiento de la demanda privada y del sector de vivienda, y la evolución favorable del mercado laboral. Uno de ellos añadió que el saneamiento de los balances de los hogares y las empresas ha contribuido a este dinamismo. No obstante, la mayoría de los miembros señaló que el crecimiento del sector industrial de ese país se ha mantenido rezagado.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que se espera que la actividad económica de Estados Unidos se fortalezca en la segunda mitad del año. En particular, algunos miembros subrayaron que se anticipa una mejoría en el sector manufacturero. Uno de ellos agregó que, a diferencia de lo observado durante el primer semestre, para el resto del año se espera una expansión de la producción industrial de ese país más sólida que la de su PIB. Asimismo, puntualizó que para la segunda mitad de 2013 se espera un menor impacto sobre la demanda interna proveniente de los recortes presupuestales y de los aumentos impositivos introducidos al inicio del año. Un miembro más añadió que los indicadores de planes de compra de los gerentes se han mantenido en ascenso y en zona de expansión. No obstante, algunos miembros coincidieron en que persiste incertidumbre sobre el efecto que la posible reducción en el ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal pudiera tener sobre la actividad económica durante el resto del año, en particular sobre el sector hipotecario y el consumo duradero. Uno de ellos sostuvo que algunos factores adicionales que podrían afectar adversamente la trayectoria de crecimiento de la economía estadounidense son las negociaciones en materia fiscal que el gobierno de ese país tendrá que llevar a cabo en los próximos meses, y la posibilidad de un nuevo episodio de dificultades en algunos de sus principales socios comerciales.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que la actividad económica en la zona del euro mostró indicios de recuperación y que durante el segundo trimestre del año se observó un crecimiento del PIB por primera vez después de seis trimestres consecutivos de contracción. Un miembro agregó que este desempeño impulsó al alza los índices accionarios de algunas economías europeas, e indujo la apreciación de su moneda frente al dólar. Asimismo, otro miembro afirmó que la información más reciente sobre los indicadores de planes de compra de los gerentes en la zona, apunta a una expansión de los sectores manufactureros y de servicios en los próximos meses. No obstante, la mayoría de los miembros coincidió en que, a pesar de lo anterior, el crecimiento de la actividad económica en la zona del euro sigue siendo débil y que la fragilidad de su recuperación persiste. Uno de ellos apuntó que la situación financiera de algunos bancos de la región podría llegar a limitar el repunte de la economía. Adicionalmente, otro argumentó que el crecimiento de la zona presenta gran heterogeneidad y que la mayoría de los países sigue mostrando contracciones. Subrayó que continúan las debilidades estructurales en la región y consideró preocupante que se haya diluido el sentimiento de urgencia por avanzar en la consolidación fiscal, el combate a la fragmentación del sistema financiero y el impulso a su capitalización, así como en el desarrollo institucional indispensable para la sostenibilidad del euro. Como ejemplo de esto último, destacó el lento avance en la supervisión regional en el sistema financiero, los acuerdos de resolución de problemas en el sistema bancario y el seguro de depósito único. En este contexto, un miembro más consideró que persisten importantes riesgos a la baja para el crecimiento en algunas economías de la región.

Algunos miembros de la Junta indicaron que la actividad económica en Japón continúa expandiéndose en virtud del impulso de las medidas de estímulo fiscal y monetario tomadas en ese país. Sin embargo, uno de ellos destacó que también se mantiene la situación de deflación, al tiempo que otro añadió que el impulso inicial de los estímulos se ha venido diluyendo. En este sentido, algunos miembros afirmaron que existen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación, ya que no se ha avanzado en superar los problemas estructurales ni en fortalecer las finanzas públicas, lo cual es complemento esencial de la política monetaria adoptada.

La mayoría de los miembros de la Junta argumentó que la actividad económica en las economías

emergentes se ha desacelerado. Al respecto, algunos afirmaron que esta desaceleración ha sido significativa y que se ha debido en parte a la atonía de la economía mundial y a factores internos de los países, en particular vulnerabilidades macroeconómicas. Adicionalmente, señalaron que las perspectivas de crecimiento para estos países se han venido ajustando a la baja, con excepción de las de China, en donde se han estabilizado.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que el entorno para la inflación mundial continúa siendo benigno, a lo que uno de ellos agregó que las presiones inflacionarias mundiales están controladas y que, incluso, las perspectivas para la inflación son a la baja. Otro miembro indicó que los precios de las materias primas han tendido a estabilizarse o han mostrado incrementos moderados y que los precios de los productos agropecuarios han sido una excepción dado que han presentado disminuciones, debido a la mejoría en las condiciones climáticas en diversos países productores de granos. Asimismo, algunos miembros añadieron que, si bien el precio del petróleo y otras materias primas ha aumentado en las últimas semanas, esto no ha incidido en las expectativas de inflación a nivel global.

Algunos miembros consideraron que el panorama actual de inflación mundial podría conducir a los bancos centrales de un gran número de países y regiones a mantener condiciones monetarias laxas con el objeto de apoyar el ritmo de actividad económica. En efecto, la mayoría argumentó que si bien la Reserva Federal ha dado indicios de que podría ajustar su política monetaria, otros bancos centrales de países avanzados han incorporado en sus guías futuras la intención de continuar con tasas de interés de referencia bajas por un tiempo prolongado e incluso, en algunos casos, de reducirlas aún más. No obstante, un miembro añadió que los mercados anticipan que los aumentos en las tasas de interés en algunas economías avanzadas inicien antes de lo previamente esperado. Finalmente, uno más argumentó que, para el caso de las economías emergentes, el manejo de su política monetaria tendrá que considerar tanto la volatilidad que se ha presentado en los mercados financieros, como una menor perspectiva de crecimiento económico.

La mayoría de los miembros especificó que las consideraciones hechas por la Reserva Federal han conducido a que los participantes en los mercados anticipen que dicha institución comience a reducir el ritmo de compra de activos en el futuro cercano. Uno de ellos añadió que el programa de compra de

activos podría concluir hacia finales del próximo año. Otro miembro indicó que, además de la recuperación de la economía estadounidense, considera que la reducción del ritmo de compras de activos podría responder a las crecientes preocupaciones sobre los riesgos y distorsiones que pudiera ocasionar no modificar la actual política de estímulo monetario en dicho país. Añadió que una vez que la Reserva Federal de Estados Unidos decida actuar, es altamente probable que en los meses posteriores continúe el proceso de normalización de las tasas de interés a nivel global. Un miembro más enfatizó que tampoco puede descartarse un retiro prematuro del estímulo monetario en Estados Unidos con consecuencias de mayor relevancia para los mercados financieros, mientras que otro mencionó que la volatilidad podría continuar e incluso recrudecerse por las negociaciones en torno a la autorización del techo de endeudamiento y el presupuesto del gobierno federal de Estados Unidos para 2014.

Todos los miembros de la Junta concordaron en que la expectativa del inicio de un retiro gradual del estímulo monetario en Estados Unidos en el futuro cercano ha propiciado volatilidad en los mercados financieros internacionales. La mayoría subrayó que los mensajes de la Reserva Federal en ese sentido han ocasionado importantes aumentos en las tasas de interés de mediano y largo plazo de diversos países y depreciaciones en sus tipos de cambio, sobre todo en las economías emergentes, incluido México. En particular, un miembro afirmó que se ha observado tanto una reasignación de fondos de renta fija hacia variable en los países avanzados, como una reasignación global de cartera que ocasionó la salida de recursos provenientes de fondos dedicados a las economías emergentes. A su vez, algunos miembros agregaron que se han observado caídas en mercados accionarios de numerosas economías emergentes y aumentos en sus indicadores de riesgo soberano. Uno explicó que el impacto de la volatilidad ha sido particularmente marcado en países con fundamentos económicos menos sólidos, especialmente en los que muestran desequilibrios fiscales y un déficit de cuenta corriente elevado.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que la desaceleración que se observó en la actividad económica de México desde finales de 2012 se acentuó de manera importante en el segundo trimestre del presente año. Al respecto, un miembro destacó que en ese trimestre se registró la primera contracción del PIB desde mediados de 2009, y la mayoría sostuvo que esta desaceleración fue más

rápida y pronunciada de lo que se anticipaba. Asimismo, la mayoría indicó que el sector industrial ha mostrado debilidad desde hace varios trimestres y que esta situación adversa ya se ha trasladado al sector servicios, el cual en el segundo trimestre presentó una variación trimestral negativa ajustada por estacionalidad. Algunos añadieron que el menor dinamismo de la economía se ha hecho más evidente con las cifras del PIB con la nueva base recientemente publicadas por el INEGI.

La mayoría argumentó que entre los principales factores que han frenado la economía destacan la debilidad de la demanda externa, el rezago en la ejecución del gasto público y la contracción en el sector de la construcción. En primer lugar, la mayoría de los miembros consideró que la debilidad de la demanda externa ha sido reflejo del entorno internacional que prevalece, el cual ha afectado a las exportaciones manufactureras. En este sentido, la mayoría recordó que la actividad industrial de Estados Unidos se ha mantenido estancada durante el año. Un miembro agregó que la apreciación del tipo de cambio que se observó en la primera mitad de 2013, en el margen, también afectó a las exportaciones, aunque destacó que en los últimos meses dicha apreciación se ha revertido. En segundo lugar, la mayoría enfatizó que el gasto público ha mostrado un rezago respecto a lo programado. Adicionalmente, un miembro puntualizó que desde el año pasado éste se ha ubicado en niveles menores a los usuales. Explicó que en 2012 el gasto se concentró en la primera parte del año, en tanto que para 2013 se tiene programado un esfuerzo de consolidación fiscal, lo cual puede influir en el monto de gasto que se habrá ejercido en el año en su totalidad. En tercer lugar, la mayoría destacó que se observó una contracción en el sector de la construcción y resaltó que esto se debió en parte al descenso de la inversión del sector público. Un miembro agregó que también persisten los problemas de algunas empresas privadas del sector de vivienda. En este contexto, un miembro explicó que la inversión se contrajo en forma significativa. Finalmente, en cuanto a otros componentes de la demanda interna, un miembro mencionó que por tercer trimestre consecutivo, las ventas al menudeo cayeron, si bien en los últimos dos meses han mostrado cierta mejoría. En relación a los determinantes del consumo, si bien un miembro recalzó que el financiamiento y el crédito al sector privado han mantenido su ritmo de expansión, otros coincidieron en que se ha reducido el ritmo de creación de plazas de trabajo en el sector formal, lo que afecta la capacidad de gasto de las familias.

La mayoría de los miembros de la Junta argumentó que se anticipa que la economía mexicana muestre cierta recuperación durante la segunda parte del presente año, así como en 2014. Un miembro afirmó que varios de los factores que afectaron el crecimiento en la primera mitad del año son transitorios. En efecto, la mayoría aseveró que la reactivación podría sustentarse en un fortalecimiento de la producción industrial de Estados Unidos y en una ejecución más dinámica del gasto público en México. Además, uno de ellos agregó que existe mayor claridad en cuanto al funcionamiento del sector vivienda y hay capacidad de crédito en la banca y en el Infonavit. Sin embargo, la mayoría de los miembros prevé que el crecimiento de la actividad económica para 2013 en su conjunto sea considerablemente inferior a la proyección publicada recientemente en el último Informe sobre la Inflación del Banco de México. Asimismo, la mayoría añadió que también anticipa que el crecimiento para 2014 se sitúe por debajo de lo señalado en dicho Informe. Un miembro mencionó que el cambio de base para el cálculo del PIB y el bajo dinamismo del primer semestre respecto al esperado, entre otros factores, han propiciado las revisiones a la baja en el pronóstico de crecimiento por parte de los analistas para el presente y el próximo año. En este contexto, otro miembro enfatizó que en el margen, las cifras oportunas de los primeros dos meses del tercer trimestre, como indicadores de demanda por billetes y monedas, recaudación, uso de energía eléctrica, no han sido particularmente buenas. Al respecto, otros miembros señalaron que las exportaciones manufactureras y los indicadores de opinión empresarial para el sector manufacturero muestran indicios de menor debilidad en ese periodo.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la brecha del producto se encuentra en terreno negativo y que es previsible que se mantenga por debajo de cero al menos hasta 2014. Así, la mayoría agregó que la holgura se ha ampliado de manera notable como consecuencia de la contracción de la actividad económica. En este sentido, indicó que no se observan presiones de demanda sobre la inflación, y algunos miembros especificaron que tampoco se anticipan presiones de este tipo en el futuro próximo. Adicionalmente, la mayoría de los miembros afirmó que prevalecen condiciones de holgura en la economía que podrían perdurar por un periodo prolongado. Respecto al mercado laboral, algunos miembros argumentaron que las negociaciones salariales parecen estarse moderando, mostrando un comportamiento

congruente con una menor inflación. En particular, uno de ellos añadió que la variación anual del salario base de cotización del IMSS se encuentra cerca del 3.5 por ciento, nivel muy por debajo del observado hace apenas unos meses.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta aseveró que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana se ha deteriorado, si bien uno de ellos señaló que probablemente mejoró para el mediano plazo como resultado de la recuperación económica de Estados Unidos. Respecto a los riesgos a la baja, un miembro mencionó que además de los posibles obstáculos para la recuperación económica en Estados Unidos, existe la posibilidad de un acrecentamiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, de una evolución del gasto público por debajo de lo esperado y de dificultades en el proceso de aprobación de algunas reformas estructurales. Por su parte, otro miembro indicó que las reformas estructurales podrían impulsar el crecimiento, si bien aclaró que toman tiempo en comenzar a tener efectos.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que la inflación general continuó registrando una tendencia descendente y que ésta disminuyó a un ritmo y magnitud mayores que lo anticipado. Todos los miembros afirmaron que la reducción en la inflación se debió al desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron en el pasado a la inflación no subyacente y que mantuvieron a la inflación general por arriba de 4 por ciento durante algunos meses, en tanto que la mayoría añadió que dicho evento respondió también a un descenso de la inflación subyacente. Asimismo, la mayoría asoció la disminución de la inflación a la debilidad de la actividad económica. Sin embargo, algunos miembros apuntaron que la inflación permanece por arriba de 3 por ciento, si bien uno de ellos afirmó que ésta muestra un comportamiento congruente con una convergencia gradual al objetivo de inflación. Profundizando sobre el comportamiento de la inflación subyacente, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que ésta siguió mostrando una tendencia a la baja y enfatizó que en agosto alcanzó niveles mínimos históricos.

Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó que, para los próximos meses, se prevé una trayectoria para la inflación menor a la anticipada anteriormente debido a la expectativa de que se mantendrá el amplio grado de holgura de la economía en el segundo semestre de 2013 y en 2014. Asimismo, agregó que, en particular, se anticipa que el componente subyacente de la

inflación, que es el que refleja de mejor forma la tendencia de la inflación en el largo plazo, no enfrente presiones provenientes de la demanda agregada, por lo que se prevé que se mantenga en niveles históricamente bajos en los próximos 18 meses.

En cuanto a las expectativas de inflación, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que las correspondientes al cierre de 2013 se revisaron a la baja y, algunos de ellos añadieron que éstas incluso se ubican actualmente por debajo de los niveles observados antes de que se presentaran los choques de oferta de principios de año que, como se anticipó, no generaron efectos de segundo orden sobre el comportamiento de los precios. Al respecto, algunos miembros sostuvieron que el ajuste a la baja en las expectativas se debió en parte a la reducción de la inflación observada. Adicionalmente, la mayoría de los miembros señaló que las expectativas de mediano y largo plazo se han mantenido estables. No obstante, uno de ellos agregó que las expectativas de inflación para todos los plazos continúan por arriba del objetivo permanente de inflación. Finalmente, algunos miembros sostuvieron que la compensación por inflación y el riesgo inflacionario aumentó ligeramente, si bien uno de ellos indicó que esto posiblemente se haya derivado de cambios en las primas por liquidez relativas entre los bonos gubernamentales a tasa fija y los denominados en UDIS.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que los riesgos para la inflación, tanto en el corto como en el largo plazo, se han ajustado a la baja. Uno de ellos agregó que la mejora en el balance de riesgos para la inflación ha sido sensible. No obstante, otro miembro consideró que los riesgos al alza para la inflación en el corto plazo probablemente han disminuido, pero en el mediano plazo permanecen sin cambio. En cuanto a los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó la posibilidad de un mayor debilitamiento de la actividad económica en México y, para el mediano plazo, los avances en el proceso de reformas estructurales. En relación a los riesgos al alza, la mayoría advirtió que, dada la volatilidad en los mercados financieros internacionales, no pueden descartarse mayores ajustes en el tipo de cambio con sus potenciales efectos sobre la inflación, a pesar de que se ha observado un bajo traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación. Uno de ellos añadió que la inflación no subyacente ha registrado históricamente una elevada volatilidad, por lo que la reciente moderación en su ritmo de crecimiento podría

revertirse fácilmente. Asimismo, alertó que el efecto favorable de la caída de los precios de las telecomunicaciones sobre la inflación subyacente podría ser transitorio. La mayoría de los miembros recordó que no pueden descartarse como riesgo al alza los posibles cambios en precios relativos resultantes de una reforma fiscal. Sin embargo, apuntó que, de aprobarse dicha reforma, el impacto sobre la inflación sería moderado y transitorio y difícilmente se presentarían efectos de segundo orden. Además, dicha mayoría indicó que es de esperarse que dicha reforma incluya medidas que ayuden a la consolidación de las finanzas públicas en el mediano plazo, lo cual ayudaría a anclar la inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que las expectativas sobre el cambio en la política monetaria de Estados Unidos han conducido a una depreciación del tipo de cambio del peso respecto al dólar y a un aumento de las tasas de interés de largo plazo de México. Algunos miembros afirmaron que es probable que continúe la volatilidad en los mercados financieros nacionales como consecuencia de este entorno. No obstante, la mayoría sostuvo que dicho ajuste ha sido ordenado y que no ha afectado las expectativas de inflación, y destacó la importancia de la fortaleza de los fundamentos económicos del país para el funcionamiento eficiente de los mercados. Un miembro enfatizó que la evolución del tipo de cambio durante el presente año en su conjunto ha sido favorable, teniendo en cuenta que su nivel actual no es muy diferente al que se tenía al inicio del año, y que en los primeros meses del mismo éste registró una sustancial apreciación. También destacó que una parte importante del anclaje del comportamiento del tipo de cambio se debe a la congruencia de la política monetaria y la fiscal. Otro miembro señaló que los flujos de capital que recibe México han mostrado una elevada sensibilidad respecto a las condiciones monetarias relativas, la cual se ha acentuado por el nerviosismo que prevalece en los mercados ante la proximidad de la decisión de política monetaria de la Reserva Federal.

La mayoría de los miembros de la Junta externó argumentos a favor de una reducción del objetivo para la tasa de interés de referencia para la política monetaria. Al respecto, la mayoría enfatizó que la inflación general anual ha venido disminuyendo y que la subyacente se ubica en niveles históricamente bajos, al tiempo que se ha registrado una ampliación significativa de la brecha del producto, la cual se prevé se mantenga por debajo de cero por un tiempo prolongado. De este

modo, la mayoría consideró que el escenario para la economía mexicana es tal que no se anticipan presiones generalizadas sobre la inflación en el futuro próximo. Adicionalmente, la mayoría aseveró que las medidas que se espera se tomarán para fortalecer las finanzas públicas podrían apoyar el proceso de anclaje de las expectativas de inflación y el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta. Algunos de ellos añadieron que, en caso de que se aprueben medidas tributarias, éstas tendrían únicamente un impacto de una sola vez sobre los precios, si bien el Banco de México tendría que estar vigilante de que no se generen efectos de segundo orden. Un miembro también agregó que las reformas estructurales que ya se han legislado y que se están implementando, como la de telecomunicaciones y competencia económica, también contribuirán a aumentar el crecimiento potencial del país y a disminuir presiones inflacionarias asociadas con estructuras de mercado que le dan cierta inflexibilidad a la baja a los precios.

No obstante, algunos miembros de la Junta consideraron conveniente mantener sin cambio la tasa de referencia. En particular, uno de ellos afirmó que, si bien está de acuerdo en que existen argumentos para justificar una disminución en la tasa de interés, dada la incertidumbre asociada al posible ajuste de la política monetaria por parte de la Reserva Federal y el riesgo de un nuevo episodio de turbulencia resultado de otros factores externos e internos, preferiría esperar a conocer las decisiones de dicha institución y los efectos que tendrá sobre los mercados antes de disminuir el objetivo para la tasa de interés de referencia. Agregó que la volatilidad en los mercados financieros podría afectar el tipo de cambio, y posiblemente llegar a tener efectos sobre la inflación por encima de lo previsto e incidir sobre la estabilidad financiera. En este contexto, otro miembro concordó sobre los posibles riesgos asociados al cambio en la política monetaria en Estados Unidos y añadió que un relajamiento en la política monetaria de México podría ocasionar una mayor debilidad del peso y salidas de capitales afectando la estabilidad financiera y de precios y que, inclusive, podría presentarse el riesgo de entrar en un escenario de estanflación, por lo que consideró que no es adecuado reducir la tasa de referencia en este momento.

Ante estas afirmaciones, la mayoría de los miembros a favor de ajustar a la baja la tasa de referencia de la política monetaria, señaló que para emitir su recomendación de política monetaria ponderaron los riesgos asociados a la turbulencia

internacional y consideraron que su impacto estaría acotado. En particular, argumentaron que, si bien podría haber una reacción adicional cuando se tenga más información respecto a la decisión que tome la Reserva Federal en cuanto al momento y ritmo de retiro de su estímulo, es muy probable que los mercados ya hayan anticipado en buena medida dichos movimientos y, por ende, la mayor parte de sus efectos ya haya tenido lugar. Uno de ellos agregó que por lo tanto no se esperaría una reacción significativa del tipo de cambio cuando se sepa cómo actuará la Reserva Federal. Aclaró que no se anticipan problemas con el tipo de cambio derivados de esta coyuntura, como lo muestran las encuestas sobre las expectativas. Otro miembro consideró que la depreciación del peso en el año en su conjunto no ha sido sustantiva y recordó que el traspaso a los precios de los movimientos del tipo de cambio es bajo. Aseveró que incluso existe la posibilidad de que el tipo de cambio haya sobrerreaccionado por la incertidumbre sobre la postura de política monetaria en Estados Unidos. Por su parte, un miembro más argumentó que los mercados han operado de manera muy eficiente, de modo que han intermediado adecuadamente cambios fuertes en los precios de los activos financieros, en las tasas de interés de largo plazo y la depreciación del tipo de cambio nominal, que desde su punto de vista refleja una depreciación real de la paridad del peso frente al dólar. Asimismo, sostuvo que en el marco del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero se han llevado a cabo diversas pruebas de estrés sobre el sistema financiero, en particular asociadas a condiciones internacionales desfavorables y de volatilidad, que indican que no habría riesgos de consideración de naturaleza sistémica en nuestro país.

Un miembro recalcó que, en adición a las razones aludidas anteriormente por las que no concuerda con disminuir la tasa, considera que existen otros motivos para sustentar su decisión: la política monetaria toma tiempo para surtir efecto, por lo que para cuando la reducción en la tasa impacte a la economía, se esperaría que ésta ya se haya recuperado; no se aprecia una astringencia en los mercados financieros internos; y, la previsión de que probablemente la Reserva Federal disminuya el ritmo de compra de activos de por sí ya ha relajado las condiciones monetarias relativas. En respuesta, algunos miembros insistieron en que se prevé que la brecha del producto permanezca en terreno negativo por un periodo largo de tiempo. Además, otro miembro arguyó que, si bien ciertos mecanismos de transmisión toman más de un año en operar, otros comienzan a tener efecto más

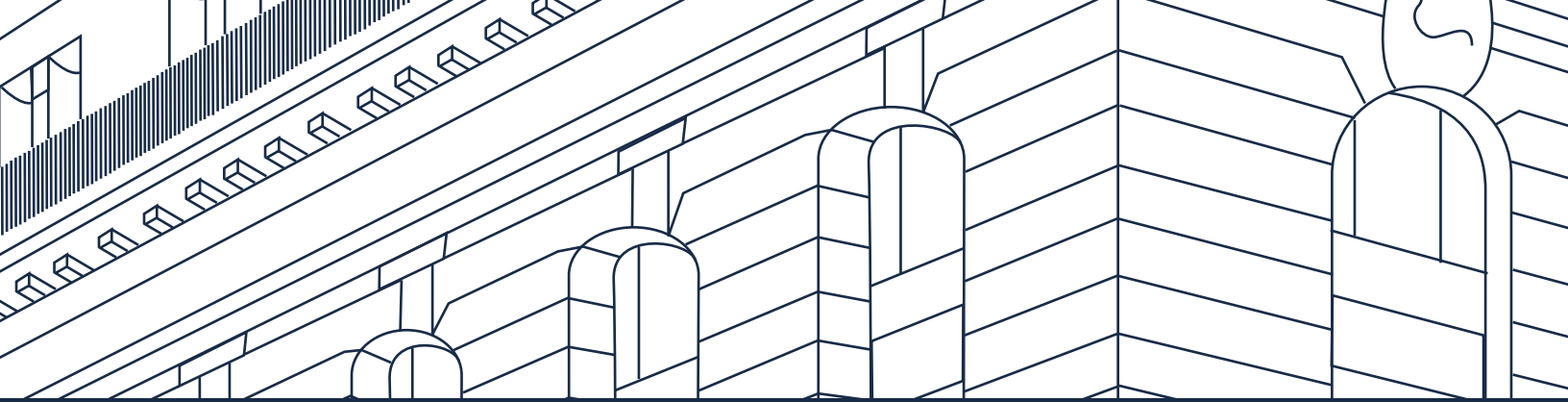
rápido. Adicionalmente, argumentó que si se ha registrado una astringencia financiera, de tal modo que las tasas de largo plazo están subiendo, por lo que sí hay lugar para un estímulo sobre los componentes de la demanda agregada que responden a las tasas de más corto plazo. Finalmente, manifestó que si bien sí existe un relajamiento en las condiciones monetarias, dado el comportamiento del tipo de cambio, éste ha sido moderado, y que un modo de relajar dichas condiciones de manera adicional es mediante una disminución en la tasa de interés objetivo.

Un miembro aseveró que, si bien la inflación ha estado reduciéndose de manera más rápida que lo anticipado, eso no significa que esté convergiendo hacia el objetivo permanente, por lo que no se puede estar todavía satisfecho con su nivel. Por lo tanto, indicó que es importante que el mercado no interprete las acciones del Banco como complacientes con dicha situación y que debe tener la precaución de no incurrir en un costo de mayor inflación en el futuro. La mayoría de los miembros respondió que las acciones del Instituto Central no implican complacencia con el nivel de inflación. Algunos concordaron en que, por el contrario, la decisión de bajar la tasa objetivo está sustentada en los argumentos expuestos y que es congruente con la convergencia eficiente de la inflación general hacia el objetivo del 3 por ciento fijado por el Banco de México, es decir, al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Dadas las consideraciones anteriores y que el Banco de México anticipa que el mayor grado de holgura en la economía prevalezca por un periodo prolongado, junto con la expectativa de avances significativos en el fortalecimiento estructural de las finanzas públicas, la Junta de Gobierno decidió disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 3.75 por ciento. Esta decisión se adoptó por mayoría de votos, con tres miembros de la Junta en favor de la disminución en el objetivo referido y dos miembros en favor de mantenerlo sin cambio.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que con este menor nivel del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, la postura monetaria es congruente con una convergencia eficiente de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento. Hacia adelante, la Junta estará atenta a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan tanto la evolución de la actividad económica, como la postura monetaria relativa de México frente a otros países, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 20 de septiembre de 2013

