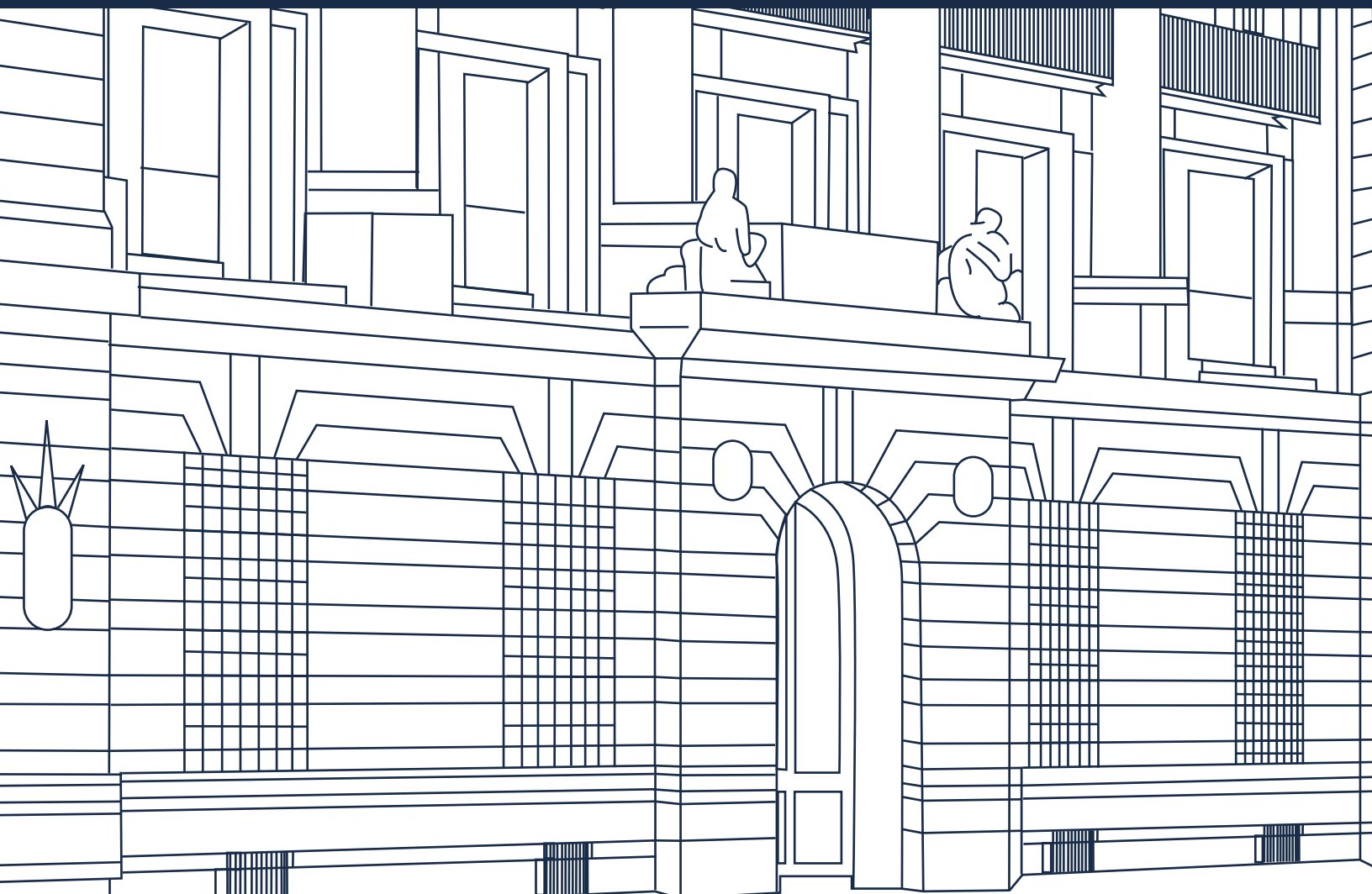




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 20

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 7 de junio 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: 6 de junio 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 actividad económica mundial ha continuado mostrando signos de debilidad aunque con diferencias importantes entre regiones. En Estados Unidos los indicadores más recientes, aunque han sido mixtos, apuntan a que continúe el proceso de recuperación. La expectativa de que ésta logre consolidarse ha propiciado incertidumbre acerca del momento en que la Reserva Federal comienza a disminuir el ritmo de compras de activos, lo que se reflejó en un aumento considerable de las tasas de interés de largo plazo y en una mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales, en

particular en las economías emergentes. En la zona del euro se espera que la economía siga en recesión durante el segundo trimestre. En Japón, se han generado perspectivas de un mayor crecimiento de la actividad económica en el corto plazo y de mayor inflación a raíz del anuncio del mayor estímulo fiscal y monetario, aunque prevalecen dudas sobre la instrumentación del relajamiento monetario y la fortaleza de la recuperación. En las economías emergentes la actividad económica ha seguido desacelerándose principalmente en respuesta a la desaceleración en los países avanzados.

En Estados Unidos, la economía ha seguido recuperándose, no obstante el efecto de la importante consolidación fiscal. El consumo privado se ha mantenido creciendo a un ritmo moderado durante el primer trimestre y en lo que va del segundo trimestre de 2013. Ello a pesar de los efectos del aumento en los impuestos que entraron en vigor este año. El gasto de las familias se ha visto apoyado por un aumento en el valor de los activos reales y financieros y por la mayor disponibilidad de crédito. Adicionalmente, al incremento en el consumo también ha contribuido una disminución en la tasa de ahorro (Gráfica 1).

Gráfica 1
EUA: Gasto en Consumo y Tasa de Ahorro
Variación sobre tres meses anualizada en por ciento del promedio móvil de tres meses y en por ciento del ingreso personal

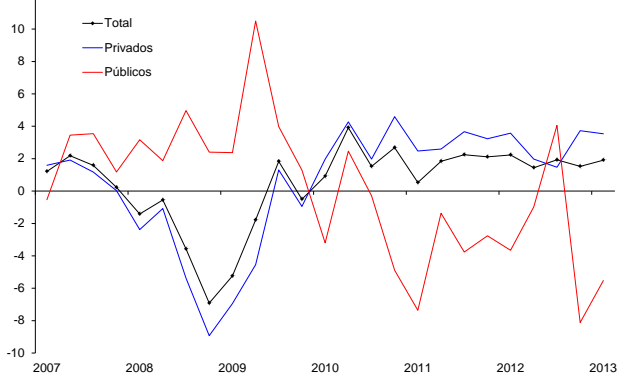


En contraste a lo observado con el gasto privado, durante el cuarto trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013 se registró una fuerte disminución en las compras del gobierno (Gráfica 2). Se anticipa que durante el segundo y tercer trimestre de este año, los recortes automáticos al gasto ("Sequestration") continúen limitando la recuperación de la actividad económica. Las

estimaciones más recientes para el año fiscal de 2013 de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) apuntan a un ritmo de ajuste fiscal en Estados Unidos mayor al anteriormente estimado, debido principalmente a una recaudación fiscal mayor a la esperada y a ingresos extraordinarios provenientes de Freddie Mac y Fannie Mae. Actualmente, el CBO estima que el déficit en 2013 será 4.0 por ciento del PIB (antes 5.3 por ciento), muy por debajo del registrado en 2012, de 7.0 por ciento del PIB.

Gráfica 2
EUA: Ventas Finales Reales a Compradores Nacionales

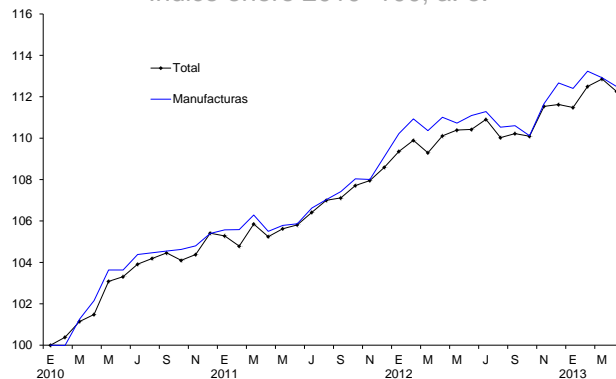
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



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

Por su parte, la producción industrial en Estados Unidos ha mostrado una desaceleración en los últimos meses, ante la disminución de la demanda del exterior y el menor gasto público (Gráfica 3). Si bien la disminución de la actividad industrial en abril fue generalizada y se espera que el debilitamiento de la actividad manufacturera haya continuado en mayo, algunos indicadores prospectivos apuntan a una mejoría en los siguientes meses. En particular, los pedidos de maquinaria y equipo y los planes de gasto de capital de las empresas manufactureras han venido aumentando.

Gráfica 3
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2010=100, a. e.

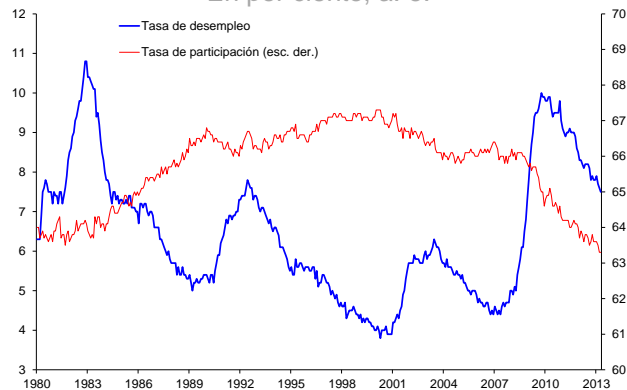


a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Luego de un aparente debilitamiento hacia finales del primer trimestre, en Estados Unidos se ha observado una mejoría en el mercado laboral. La nómina no agrícola se expandió en 165 mil plazas en abril, comparado con sólo 130 mil en marzo. Por su parte, la tasa de desempleo siguió cayendo, al pasar de 7.6 por ciento en marzo a 7.5 por ciento en abril (Gráfica 4). Adicionalmente, algunos indicadores adelantados, como el empleo temporal y el número de horas extras trabajadas en el sector manufacturero apuntan a que la mejoría en el mercado laboral podría continuar en los siguientes meses.

Gráfica 4
EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación

En por ciento, a. e.



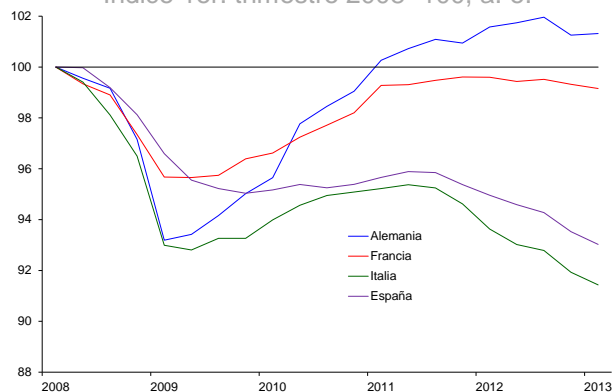
a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

La disminución observada en la tasa de desempleo ha obedecido en buena medida a la caída en la tasa de participación en el mercado laboral y no únicamente al aumento del número de empleos. Si bien la reducción en la tasa de participación se

debe en parte a cuestiones demográficas, como el envejecimiento de la población, también se explica por factores cíclicos como la salida de personas del mercado laboral ante menores perspectivas de encontrar un empleo. La interpretación de la Reserva Federal sobre la dinámica de la tasa de participación laboral y su efecto sobre la trayectoria de la tasa de desempleo será crítica para determinar el momento en que se decida iniciar la normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

En la zona del euro, el PIB se contrajo 0.8 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre de 2013, lo que implicó la sexta caída trimestral consecutiva para la región. Durante el primer trimestre, Alemania registró un crecimiento de sólo 0.3 por ciento, en tanto que Francia, España e Italia mostraron caídas de 0.7, 2.1 y 2.1 por ciento, respectivamente (Gráfica 5). Si bien las encuestas de negocios y la confianza de los consumidores han registrado una ligera mejoría en el periodo abril y mayo, todavía se ubican en niveles congruentes con una caída en la actividad económica en el segundo trimestre. Así, los indicadores oportunos apuntan a que la región continúe en recesión en el segundo trimestre de 2013, en el contexto de un lento saneamiento del sistema financiero.

Gráfica 5
Zona del Euro: Producto Interno Bruto
Índice 1er. trimestre 2008=100, a. e.



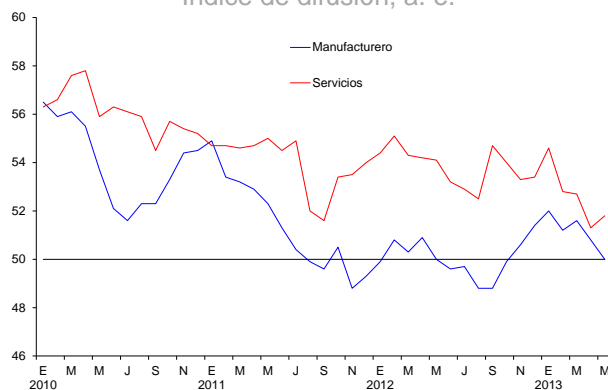
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

Ante la débil actividad económica y condiciones crediticias aún restrictivas, la Comisión Europea recomendó la ampliación de los plazos para que en varios países, incluyendo los Países Bajos, Portugal, España y Francia, el déficit fiscal alcance niveles menores a 3 por ciento. No obstante, las autoridades europeas han hecho hincapié en la necesidad de avanzar en la implementación de

reformas estructurales y en el fortalecimiento del marco institucional para la creación de una unión bancaria efectiva en la región.

El ritmo de crecimiento de las economías emergentes se ha moderado, principalmente, en respuesta a la desaceleración en los países avanzados. Los índices de gerentes de compras en estas economías, tanto del sector servicios como del manufacturero, han tenido una disminución en los últimos meses (Gráfica 6).

Gráfica 6
Economías Emergentes: Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y de Servicios
Índice de difusión, a. e.



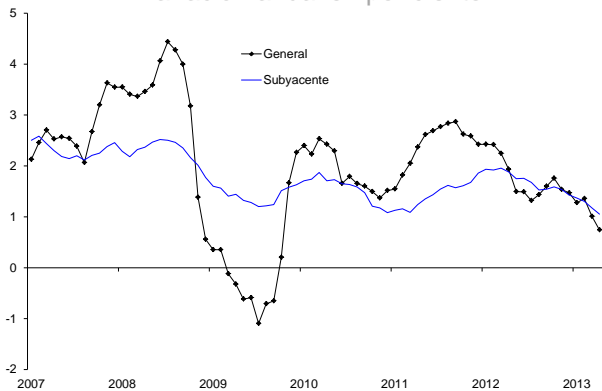
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

Los precios internacionales de los productos primarios mantuvieron en general su tendencia descendente en las últimas semanas. En el caso del petróleo, los menores precios se debieron fundamentalmente a los elevados niveles de inventarios de petróleo crudo en las economías avanzadas, como resultado del incremento en la producción de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la debilidad en el crecimiento económico mundial. Por su parte, los precios de los granos registraron una ligera caída en respuesta a las expectativas de condiciones climáticas favorables para la cosecha del próximo ciclo agrícola en los principales países exportadores.

Aun cuando se prevé un panorama de menor inflación en la mayoría de los países, se observan comportamientos distintos en cuanto a la actividad económica, lo que ha dado lugar a que las posturas de política monetaria de los bancos centrales sean diferenciadas. En Estados Unidos, la inflación general anual, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, disminuyó de 1.0 por ciento en

marzo a 0.7 por ciento en abril debido primordialmente a un descenso de los precios de la energía. La inflación subyacente también se redujo en este periodo, de 1.2 a 1.1 por ciento (Gráfica 7). En su reunión de política monetaria de mayo, la Reserva Federal mantuvo inalterado 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 rebasen 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan estables.

Gráfica 7
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal
 Variación anual en por ciento



Fuente: BEA.

Además, en su comunicado de mayo la Reserva Federal anunció que continuará con la compra de valores por 85 mil millones de dólares mensuales hasta que el panorama del mercado laboral haya mejorado sustancialmente en un contexto de estabilidad de precios. Adicionalmente, indicó que estará preparada para incrementar o reducir el ritmo de dichas compras ante cambios en el panorama económico. La Reserva Federal reiteró que continuará tomando en cuenta la eficacia y los costos de las compras mencionadas, así como el grado de avance hacia sus objetivos económicos. En las minutas de esta reunión un número de participantes expresó su disposición a reducir el ritmo de compra de valores tan pronto como en la reunión de junio, aunque sólo si existiera evidencia de un crecimiento fuerte y sostenido de la economía.

En adición a lo anterior, en su comparecencia ante el Congreso el 22 de mayo de 2013, el presidente de la Reserva Federal advirtió que una restricción prematura de la política monetaria podría conducir no sólo a un aumento temporal de las tasas de interés sino a una desaceleración o interrupción de la recuperación de la economía y a una mayor caída de la inflación. Sin embargo, señaló que si las perspectivas para el mercado laboral mejoran de una manera continua y sostenida, la Reserva Federal podría iniciar la disminución en el ritmo de compras de valores en las siguientes reuniones. Ante ello, la expectativa de que la actividad económica en Estados Unidos logre consolidarse, ha propiciado incertidumbre acerca del momento en que la Reserva Federal comience a disminuir el ritmo de compras de activos, lo que se reflejó en un aumento importante de las tasas de interés de los instrumentos del Tesoro de Estados Unidos, junto con un fortalecimiento del dólar.

Así, es probable que ante la primera decisión que adopte la Reserva Federal en cuanto al inicio del proceso de normalización de su política monetaria tenga lugar un aumento en la volatilidad en los mercados financieros. No obstante, cabe señalar que las condiciones de los determinantes de inflación en Estados Unidos, así como del empleo, no indican que la normalización de la postura monetaria vaya a ser abrupta o inminente.

En la zona del euro, la tendencia descendente de la inflación general anual persistió, al pasar de 1.7 por ciento en marzo a 1.4 por ciento en mayo. De esta manera, la inflación continúa por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) de una inflación menor pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. Asimismo, la inflación subyacente disminuyó de 1.5 por ciento en marzo a 1.2 por ciento en mayo.

Ante las menores presiones inflacionarias y un continuo deterioro de la situación económica, el BCE, en su reunión de política monetaria de mayo, redujo en 25 puntos base su tasa de operaciones principales de financiación a 0.50 por ciento, y su tasa de facilidad marginal de crédito en 50 puntos base a 1.0 por ciento, en tanto que mantuvo sin cambio su tasa de facilidad de depósito en 0.0 por ciento. En su reunión de junio, el BCE mantuvo sin cambios sus tasas de política y señaló que percibía una ligera mejoría en las perspectivas para la actividad económica en la región.

En Japón, todavía no se aprecian efectos positivos para revertir el proceso deflacionario, al pasar la variación anual del índice general de precios al consumidor de -0.9 por ciento en marzo a -0.7 por ciento en abril, undécimo mes consecutivo en el que dicha variación se mantuvo en terreno negativo. Por su parte, la variación del índice subyacente pasó de -0.8 a -0.5 por ciento en el mismo periodo. En este contexto, en su reunión de abril, el Banco de Japón había señalado que buscaría alcanzar su objetivo de inflación de 2 por ciento en el menor tiempo posible dentro de un plazo de alrededor de 2 años. Para lograr lo anterior, cambió su principal objetivo operativo de la tasa de fondeo interbancaria a la base monetaria y duplicará el saldo de ésta incrementando su tenencia de bonos gubernamentales y de otros instrumentos en lo que resta de 2013 y 2014. Posteriormente, en su reunión de política monetaria de mayo, el Banco de Japón dejó sin cambio sus tasas de política. Además, el gobernador del Banco de Japón reiteró la permanencia del monto de compras mensuales de bonos del gobierno e indicó que el Banco está preparado para ajustar el ritmo, frecuencia y tipo de compras de bonos con objeto de frenar la reciente volatilidad en el mercado de bonos del gobierno japonés. Sin embargo, en los mercados financieros en ese país se ha incrementado la volatilidad ante cuestionamientos sobre la instrumentación del relajamiento monetario y la fortaleza de la recuperación.

La inflación en las economías emergentes ha continuado disminuyendo o se ha mantenido en niveles bajos en la mayoría de los casos. A ello ha contribuido la ausencia de presiones de los precios internacionales de los productos primarios y el menor dinamismo de la actividad económica. En este contexto, los bancos centrales, en general, mantuvieron inalteradas sus tasas de política y en varios casos, las redujeron. Entre estos últimos, algunos hicieron referencia explícita a preocupaciones por la apreciación de sus monedas. Al respecto, el ajuste reciente en los precios de los activos financieros en varias de las economías emergentes pudiera ser un elemento que modifique las expectativas sobre sus futuras acciones de política monetaria.

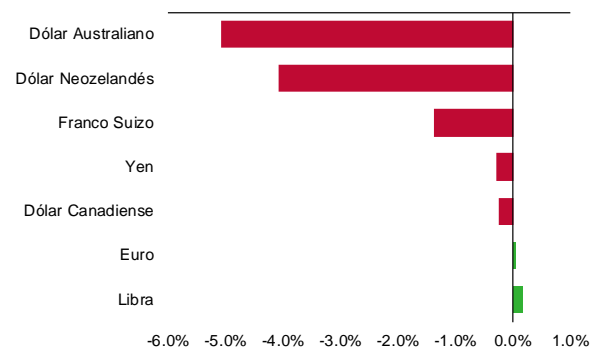
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las últimas semanas, la divergencia de opiniones entre los miembros de la Reserva Federal de Estados Unidos en torno a la evolución de su programa de compra de activos financieros ocasionó cierta incertidumbre respecto al ritmo de expansión del balance del banco central y, con ello, una mayor volatilidad en los mercados financieros. Destacaron los comentarios de varios oficiales, incluyendo los de algunos que habían mostrado un sesgo hacia una mayor lasitud monetaria, que sugieren que el ritmo del programa actual de compra de bonos gubernamentales e hipotecarios podría disminuir en los próximos meses en respuesta a las mejores expectativas de crecimiento económico y a las señales de mejora en el mercado laboral. Lo anterior, aunado a una serie de cifras económicas que superaron las expectativas, ocasionó una apreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 8) y un importante aumento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales de mediano y largo plazo tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo (Gráfica 9).

Gráfica 8
Variación porcentual de las principales divisas frente al dólar

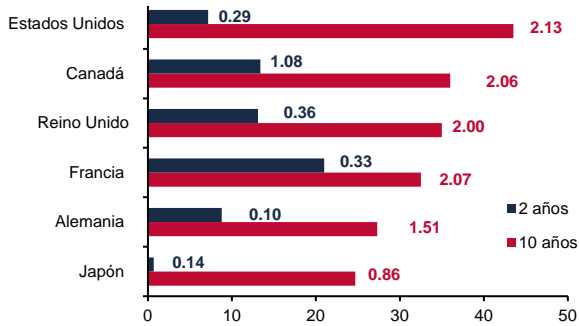
Porcentaje, cambio del 22 de abril al 3 de junio de 2013



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 9
Cambio en las tasas de interés de bonos gubernamentales de 2 y 10 años de países seleccionados

Puntos base, cambio del 22 de abril al 3 de junio de 2013

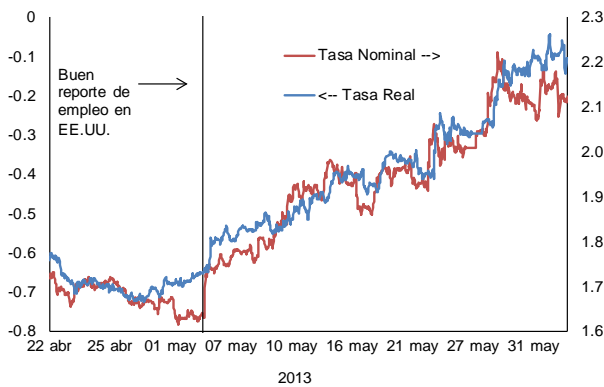


El nivel de las tasas de interés para cada país al cierre del 3 de junio se muestra sobre la gráfica.
 Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, el incremento de las tasas de interés nominales estuvo correspondido con un aumento de igual magnitud de las tasas de interés reales (Gráfica 10), lo cual sugiere que las expectativas de inflación en ese país han permanecido estables, y que el incremento de los costos de financiamiento obedece, por un lado, a la expectativa de un crecimiento económico más robusto hacia finales de año y, por el otro, a que posiblemente en un futuro cercano la Reserva Federal pudiera reducir la expansión de su balance y con ello iniciar la normalización de la política monetaria en ese país.

Gráfica 10
Evolución de las tasas de interés de bonos del Tesoro a tasa nominal y tasa real a plazo de 10 años

Porcentaje

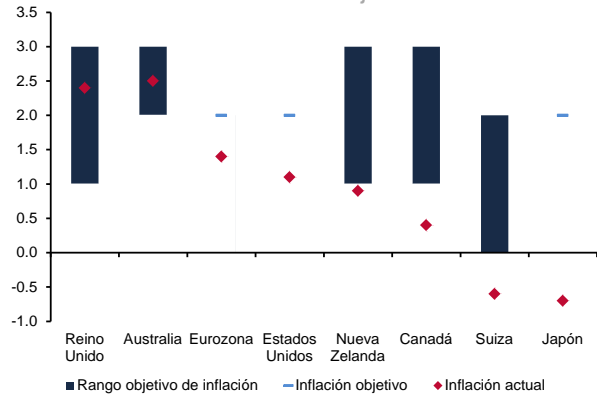


Fuente: Bloomberg.

En contraste, los bancos centrales de otros países desarrollados continuaron relajando su política monetaria o indicando que podrían hacerlo en un futuro previsible. Esto, como ya se mencionó, en un escenario de débil crecimiento económico y de tendencia descendente de la inflación, la cual en varios casos se ubica por debajo del objetivo de los bancos centrales (Gráfica 11).

Gráfica 11
Inflación objetivo e inflación actual de países seleccionados

Porcentaje

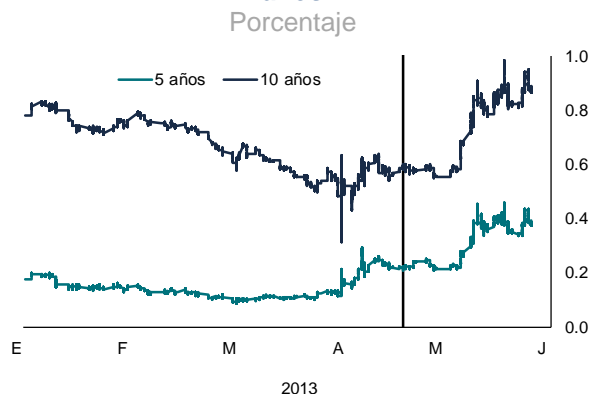


Fuente: Bloomberg.

De tal forma, no se descarta que el Banco Central Europeo considere una reducción adicional de sus tasas de referencia, incluyendo la posibilidad de disminuir la tasa de depósito por debajo de cero, así como otras medidas extraordinarias que promuevan el otorgamiento de crédito al sector privado.

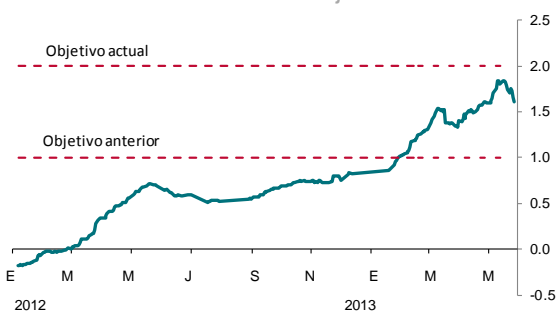
Por su parte, como ya se indicó, el Banco de Japón confirmó que expandirá su balance de forma agresiva con miras a alcanzar la meta de inflación de 2% en el menor tiempo posible. Al respecto, destacó el fuerte incremento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales (Gráfica 12), el cual parece obedecer al aumento de las expectativas de inflación en ese país (Gráfica 13). No obstante, los inversionistas y autoridades se mostraron preocupados respecto de los movimientos desordenados de las tasas de interés en los últimos días y sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera y el crecimiento económico. En respuesta, el Banco de Japón anunció que adecuará su programa de compra de activos para contener el incremento de la volatilidad en el mercado de deuda soberana.

Gráfica 12
Tasas de interés de los bonos gubernamentales
en Japón con vencimiento a plazo de 5 y 10
años



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.

Gráfica 13
Compensación por inflación y riesgo
inflacionario implícito en bonos del gobierno
japonés a plazo de 5 años*



*Indicador calculado como el diferencial de rendimiento entre los bonos denominados en tasa nominal y tasa real.
 Fuente: Bloomberg.

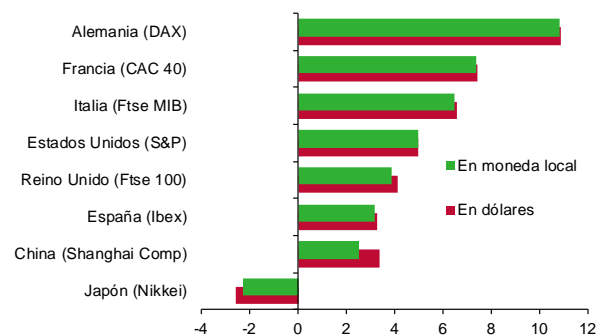
Finalmente, no se descarta que otros países desarrollados también tomen medidas de relajación monetaria. En Australia, la curva de tasas de interés de corto plazo incorpora disminuciones adicionales de la tasa de referencia del banco central antes de que finalice al año. En Reino Unido, los analistas aún consideran probable que el banco central aumente su programa de compra de activos y en Suiza no descartan que el instituto central modifique su política cambiaria para contener la apreciación del franco suizo.

En este contexto de abundante liquidez a nivel global, varios activos financieros de mayor riesgo de mercado, incluyendo a los índices accionarios y a los bonos corporativos, continuaron mostrando un desempeño positivo, si bien éste se moderó hacia finales de mayo ante la posibilidad de que la Reserva Federal redujera el ritmo de su programa de compra de activos financieros antes de lo previsto.

De tal modo, la mayoría de los índices accionarios a nivel global mostraron avances de entre 3% y 10% en el último mes impulsados por una temporada de reportes corporativos que, en general, superó las expectativas. Asimismo, la percepción de una menor prima de riesgo en los mercados financieros de la eurozona, y la perspectiva de que la economía en Estados Unidos crecerá a un ritmo ligeramente más robusto en la segunda mitad del año también contribuyeron al avance que se observó en estos mercados (Gráfica 14). Finalmente, las bajas tasas de interés de los bonos gubernamentales alrededor del mundo y la expectativa de que éstas aumenten en Estados Unidos en los siguientes meses, también explicó el fuerte incremento de flujos hacia los mercados de renta variable de varios países desarrollados (Gráfica 15).

Gráfica 14
Cambio porcentual de índices accionarios
seleccionados

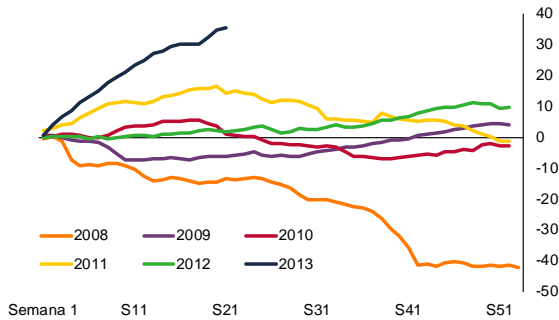
Porcentaje, del 22 de abril al 3 de junio de 2013



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 15

Flujos hacia fondos globales de renta variable
Flujos acumulados por año en miles de millones de dólares



La gráfica muestra los flujos acumulados hacia fondos que se especializan en invertir en renta variable en varias partes del mundo; los flujos hacia fondos que se especializan en un solo país o zona geográfica no se incluyen en la gráfica.
Fuente: EPFR.

Por su parte, la búsqueda de un mayor rendimiento por parte de los grandes inversionistas institucionales ocasionó que los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y los bonos gubernamentales continuaran estrechándose (Gráfica 16). De igual modo, los diferenciales entre las tasas de interés de los bonos gubernamentales de algunos países europeos con posiciones fiscales comprometidas y las tasas de interés de los bonos alemanes disminuyeron ligeramente (Gráfica 17). Destacó, además, que algunos de estos países, incluyendo a España, Italia, Irlanda y Portugal, pudieron emitir deuda de largo plazo por primera ocasión en varios meses.

Gráfica 16

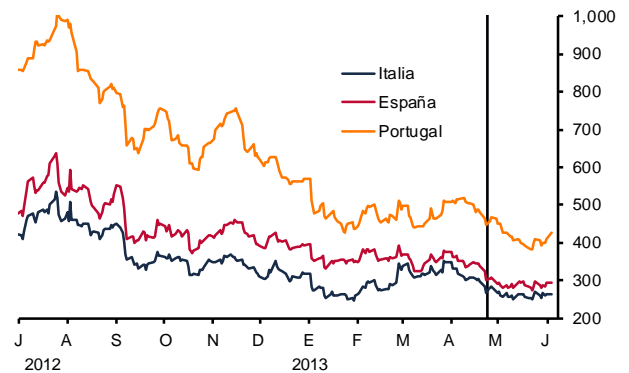
Diferencial de rendimiento entre la deuda corporativa emitida en dólares y las notas del Tesoro norteamericano a plazo de 5 años
Índice mayo 2012 = 100



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.

Gráfica 17

Diferencial de rendimiento entre los bonos gubernamentales de países seleccionados y los bonos de Alemania a plazo de 10 años
Puntos base

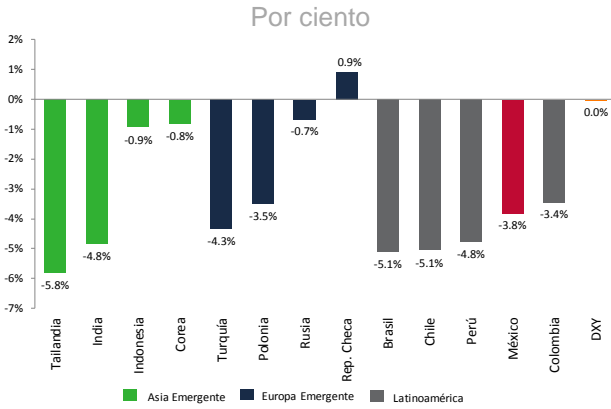


Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.
Fuente: Bloomberg.

2.2.2. Mercados emergentes

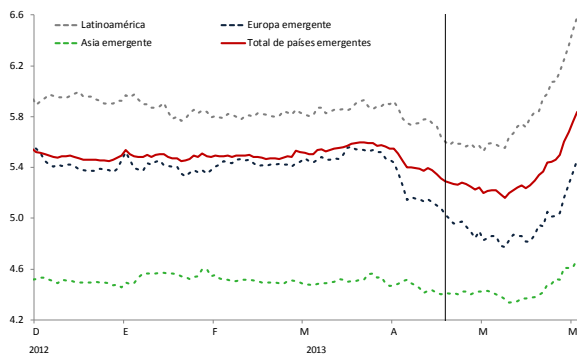
Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, los activos financieros de los países emergentes tuvieron en su mayoría un desempeño negativo, el cual fue producto principalmente de la ya mencionada especulación de que en los próximos meses la Reserva Federal pudiese llegar a reducir el ritmo mediante el cual ha venido comprando activos financieros en los últimos meses. Como consecuencia de lo anterior, las divisas de prácticamente todos los países emergentes se depreciaron frente al dólar, mientras que sus tasas de interés mostraron incrementos generalizados (Gráfica 18 y Gráfica 19). Asimismo, los índices accionarios, que al inicio del mencionado periodo mostraban un desempeño positivo, terminaron con ganancias marginales e incluso en algunos casos con variaciones negativas (Gráfica 20).

Gráfica 18
Variación Porcentual de las Divisas
Seleccionadas de Países Emergentes
Frente al Dólar Estadounidense
del 22 de Abril al 3 de Junio



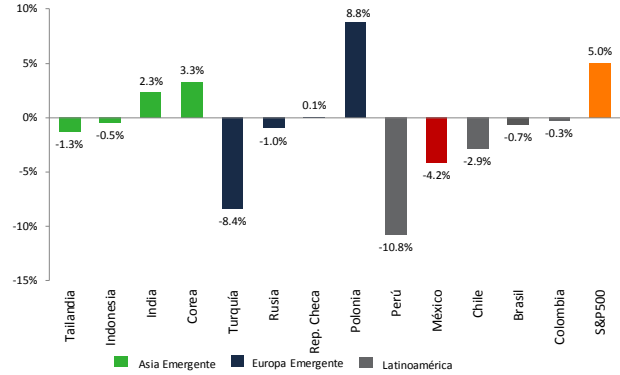
Nota: Apreciación (+), Depreciación (-). Se consideran las divisas de las principales economías de países emergentes.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 19
Tasa de Rendimiento de Bonos
Gubernamentales en Moneda Local
de Países Emergentes



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.

Gráfica 20
Variación Porcentual de Índices Accionarios
Seleccionados de Países Emergentes
del 22 de Abril al 03 de Junio



Fuente: Bloomberg.

2.2.3. Mercados en México

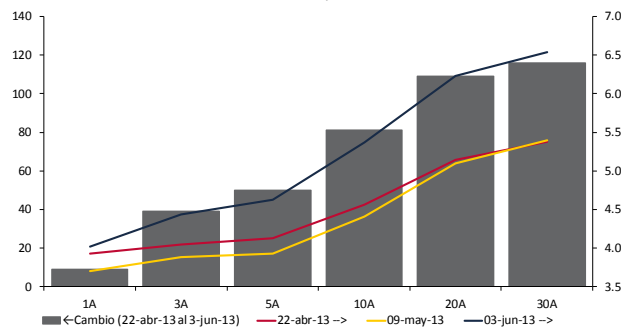
En México los mercados financieros presentaron una mayor volatilidad durante las últimas semanas. En este sentido, en un inicio se observó una apreciación importante del peso frente al dólar (alcanzando incluso niveles por debajo de los 12 pesos por dólar) y una disminución importante en las tasas de interés de los valores gubernamentales, las cuales incluso registraron niveles mínimos históricos en prácticamente todos los plazos (Gráfica 21 y Gráfica 22). Lo anterior principalmente como consecuencia de la mejora en la calificación crediticia soberana de México por parte de Fitch Ratings así como por la renovación del compromiso por parte de los principales partidos políticos en el marco del acuerdo denominado Pacto por México.

Gráfica 21
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar
Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 22
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales
 Puntos base, Por ciento

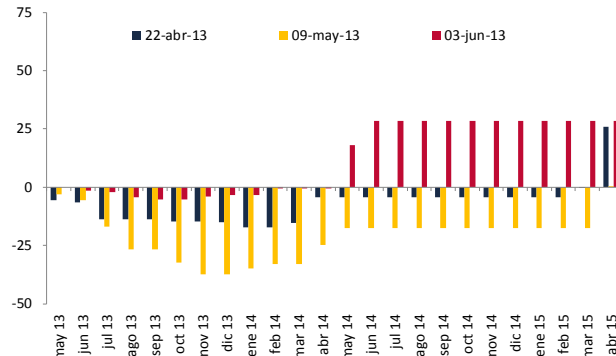


Fuente: Banco de México con información de PIP.

Sin embargo, la especulación sobre un posible ajuste a la baja en el ritmo de las compras de valores que mensualmente realiza la Reserva Federal provocó, al igual que en los demás mercados emergentes, que todas las mencionadas ganancias terminaran por revertirse. Al respecto, el peso, después de cotizar en niveles mínimos de 11.94 pesos por dólar, terminó el periodo en 12.77, lo cual representó una depreciación de 3.8% en relación a los niveles que prevalecían en la última reunión de política monetaria. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo finalizaron con incrementos de hasta cien puntos base. Como ya se mencionó, este ajuste en los precios de los activos financieros no solo ocurrió en México y en nuestro caso se dio en un contexto en donde el comportamiento de los mercados fue ordenado y en donde las condiciones de liquidez fueron buenas.

Finalmente, es importante destacar que los recientes movimientos en las tasas de interés provocaron un ajuste en las expectativas sobre la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimiento (Gráfica 23). De esta manera, el mercado ahora asigna una menor probabilidad de que se realicen bajas adicionales en la tasa de referencia durante los próximos meses.

Gráfica 23
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la Curva de Swaps de TIIE de 28 Días
 Puntos base



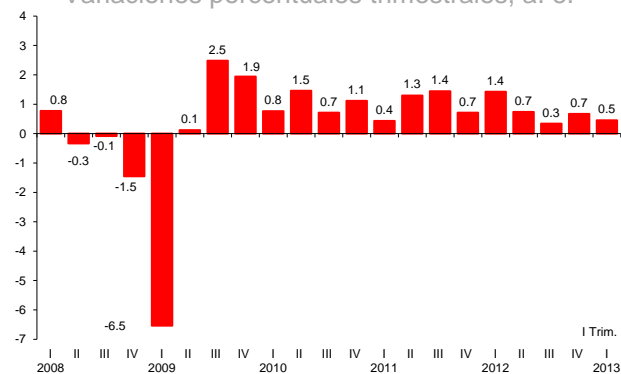
Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

Durante los primeros meses del año la actividad económica en el país ha registrado una desaceleración importante (Gráfica 24). A pesar de ello, lleva ya 16 trimestres consecutivos con variaciones porcentuales trimestrales positivas.

Gráfica 24
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

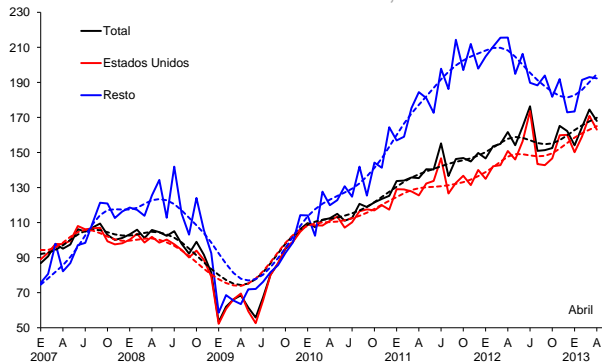


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

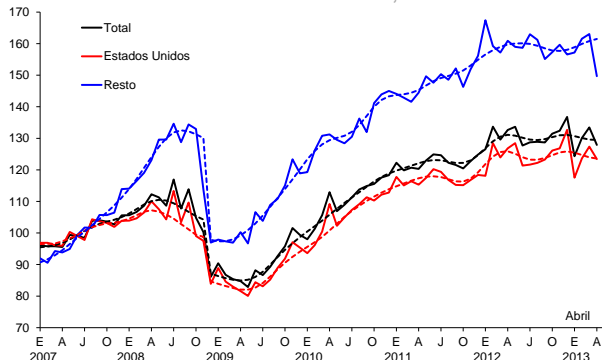
Como explicación de la desaceleración destaca que en los últimos meses las exportaciones siguieron presentando un estancamiento, derivado de la pérdida de dinamismo tanto de las exportaciones automotrices, como del resto de las exportaciones manufactureras (Gráfica 25 y Gráfica 26).

Gráfica 25
Exportaciones Manufactureras Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 26
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



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

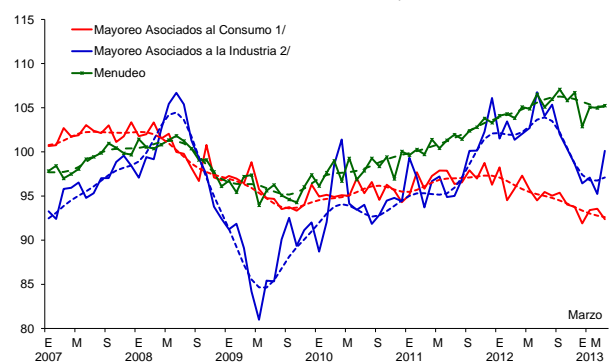
Por su parte, la información más oportuna muestra señales más claras de que algunos componentes de la demanda interna han reducido su ritmo de expansión. En lo relacionado con el consumo privado, algunos de sus indicadores, tales como las ventas de la ANTAD y las ventas al menudeo y mayoreo en establecimientos comerciales, continuaron presentando una desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 27 y Gráfica 28). De manera congruente con este comportamiento, algunos de los determinantes del consumo, como es el caso de las remesas familiares y el ingreso promedio real de los trabajadores, siguieron mostrando signos de debilidad

Gráfica 27
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.

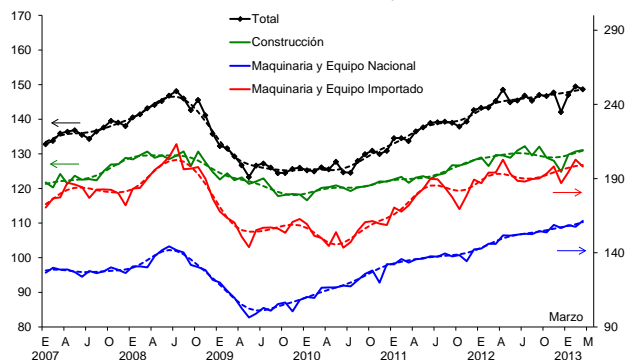
Gráfica 28
Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índices 2008 =100, a. e.



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.

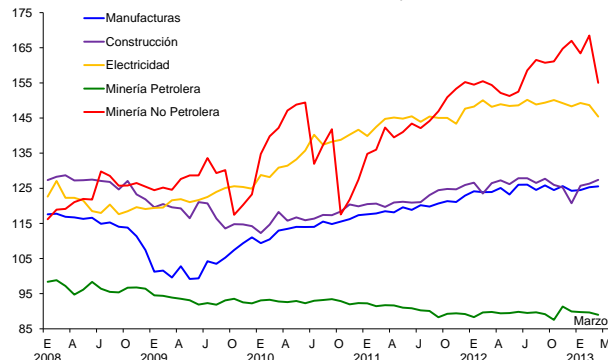
La inversión fija bruta ha continuado registrando un debilitamiento. En particular, si bien para el primer trimestre de 2013 en su conjunto la inversión en maquinaria y equipo importado presentó un mayor dinamismo en relación a lo observado a finales de 2012, en marzo este componente volvió a mostrar una contracción. Por su parte, tanto el gasto de inversión de construcción, en particular el de vivienda, como el de maquinaria y equipo nacional, continuaron mostrando debilidad (Gráfica 29 y Gráfica 30). Por otra parte, el uso de la capacidad instalada del sector manufacturero disminuyó, lo cual pudiera inhibir el crecimiento de la inversión hacia adelante.

Gráfica 29
Inversión y sus Componentes
Índices 2003=100, a. e.



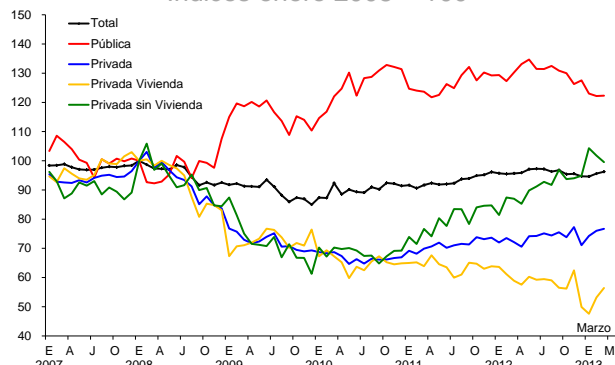
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 31
Actividad Industrial
Índices 2003 = 100, a. e.



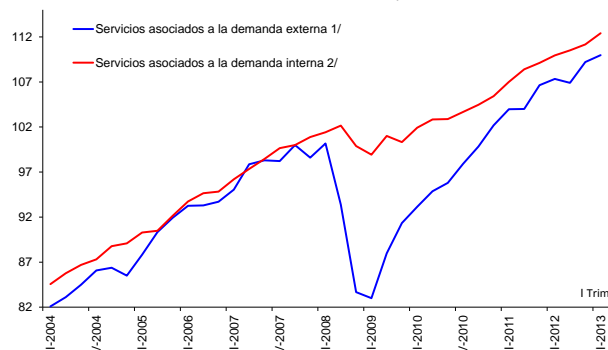
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

Gráfica 30
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
PIB del Sector Servicios: Total
Índices 2008 =100, a. e.



1/ Los servicios asociados al sector externo son el comercio y el transporte.
2/ Los asociados a la demanda interna están compuestos por información en medios masivos; financieros y de seguros; inmobiliarios y de alquiler; profesionales; dirección de corporativos; apoyo a los negocios; educativos; salud; esparcimiento; alojamiento y preparación de alimentos y bebidas, y actividades de gobierno y otros servicios. El agrupamiento de los servicios es elaborado por Banxico con información del INEGI.
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

El menor ritmo de crecimiento registrado en la demanda externa, así como la desaceleración en algunos componentes de la demanda interna, condujeron a una moderación de la actividad industrial, en especial en lo relacionado con la producción del sector manufacturero (Gráfica 31). Asimismo, el mencionado estancamiento de las exportaciones manufactureras se reflejó en una moderación en el dinamismo de aquellos servicios más relacionados con el sector externo. No obstante, el sector servicios en su conjunto continuó registrando una tendencia positiva en el primer trimestre de 2013, en virtud de que la evolución presentada por los servicios más asociados a la demanda interna aún no exhibe señales claras de una desaceleración (Gráfica 32).

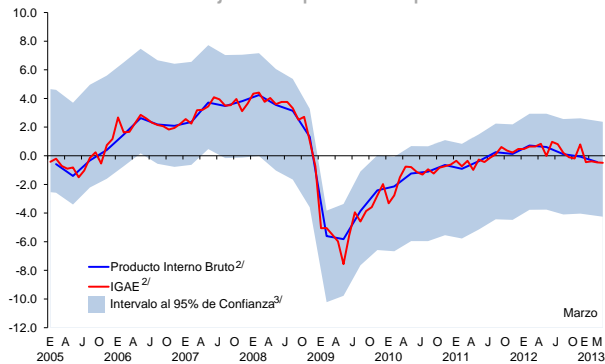
2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Diversos indicadores de holgura sugieren que no se han presentado ni se anticipa que se presenten en el futuro previsible presiones de inflación provenientes de la demanda agregada. En este contexto, la moderación en el crecimiento de la economía en el primer trimestre del año condujo a que la brecha del producto continuara alrededor de cero (Gráfica 33). Cabe mencionar que la evolución reciente de la producción manufacturera y del sector de los servicios ha conducido a un comportamiento diferenciado entre la brecha del

producto del sector de bienes comerciables y la del sector de bienes no comerciables. En efecto, si bien ambas brechas continúan siendo estadísticamente no distintas de cero, el estimador puntual sugiere que la de los bienes comerciables ha vuelto a ampliarse en los últimos meses, en tanto que la de los bienes no comerciables parecería estarse moviendo en sentido opuesto (Gráfica 34).

Gráfica 33
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



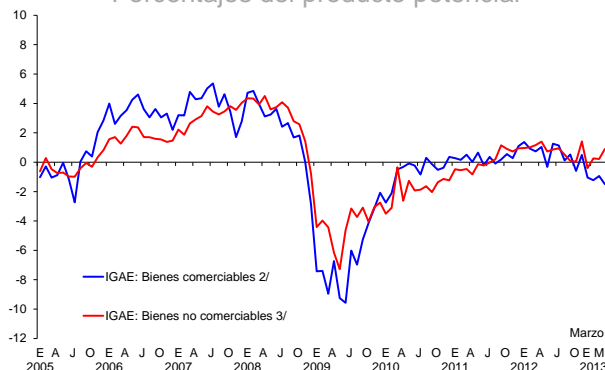
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2013; cifras del IGAE a marzo 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.

Gráfica 34
Estimaciones de la Brecha del Producto de los Sectores Comerciables y No Comerciables^{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.

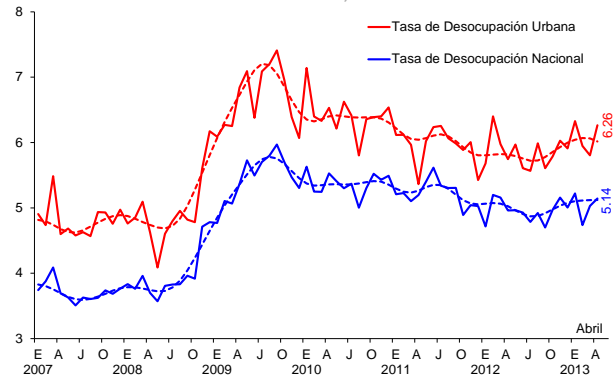
2/ Comprende minería y manufacturas.

3/ Comprende servicios, construcción y electricidad, gas y agua.

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

El mercado laboral continuó presentando condiciones de holgura. En particular, las tasas de desocupación registraron un nuevo aumento y continúan en niveles mayores a los observados antes de la crisis de 2008 (Gráfica 35). Esto, a pesar de que el número de trabajadores asegurados en el IMSS siguió exhibiendo una tendencia ascendente (Gráfica 36).

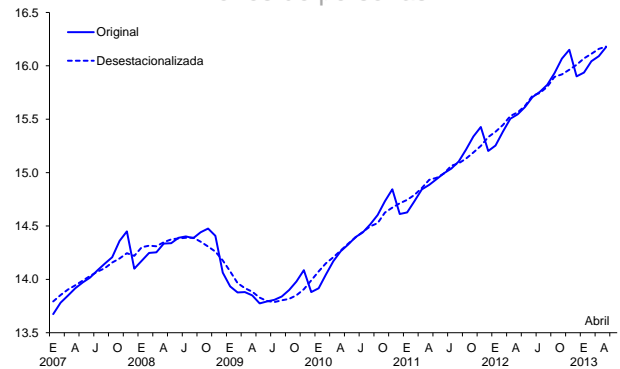
Gráfica 35
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

Gráfica 36
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
Millones de personas

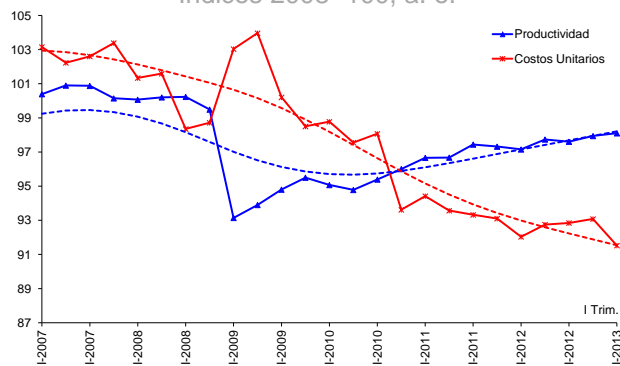


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

Finalmente, no obstante que la productividad media del trabajo parecería haber dejado de crecer, el elevado nivel que ésta continúa presentando, junto con los moderados incrementos salariales que se han observado, contribuyeron a que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 37).

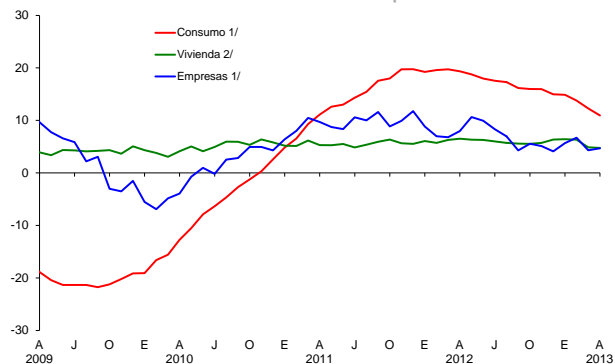
Gráfica 37
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía ^{1/}
 Índices 2008=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 1/ Los datos a partir de 2010 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
 Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México a partir de información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo y del SCNM, INEGI.

En congruencia con la desaceleración de la actividad económica, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado incrementándose, si bien a un ritmo menor respecto del observado al cierre de 2012 (Gráfica 38). Las empresas han seguido obteniendo recursos financieros a través de los mercados de fondos prestables. Al respecto, destacan las disminuciones de las tasas de interés promedio de los nuevos créditos bancarios y de las colocaciones de deuda en el mercado interno, luego de la reducción de 50 puntos base en la Tasa Objetivo en el mes de marzo. Por su parte, los hogares continuaron encontrando acceso al crédito en un entorno de estabilidad en las tasas de interés correspondientes. No obstante, tanto la cartera de préstamos hipotecarios como la de crédito al consumo han moderado su ritmo de expansión. En este contexto, los índices de morosidad de las carteras de crédito a las empresas y a los hogares, en general, no han mostrado cambios significativos, lo cual, aunado a la evolución de las tasas de interés, sugiere la ausencia de indicios de sobrecalentamiento en dichos mercados.

Gráfica 38
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

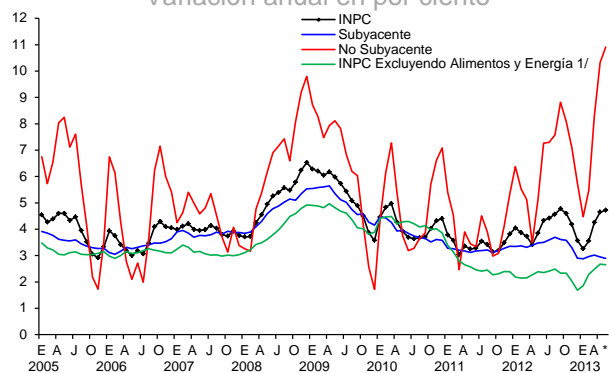
La inflación general anual se mantuvo en niveles elevados entre la primera quincena de abril y la primera quincena de mayo de 2013. Esto como resultado de la dinámica del componente no subyacente del INPC, cuya variación anual alcanzó el nivel más elevado de la última década. Ello obedeció, en lo principal, a la combinación de: i) efectos aritméticos asociados a una baja base de comparación; ii) cambio en los factores estacionales del INPC derivado de la actualización de sus ponderadores; y, iii) la conjunción de 3 choques de oferta claramente identificados: las heladas al inicio de marzo que dañaron la producción de hortalizas, un nuevo brote de influenza aviar, y la revisión de tarifas del transporte público en el Distrito Federal. Por su parte, la inflación subyacente anual se mantuvo en niveles bajos y estables.

En la primera quincena de abril, al igual que en la primera quincena de mayo de 2013, la inflación general anual fue 4.72 por ciento (Gráfica 39 y Cuadro 1). Por su parte, en ese lapso la inflación no subyacente anual fue 10.44 por ciento, mientras que en la primera quincena de mayo se ubicó en 10.91 por ciento (Gráfica 39 y Cuadro 1). La variación anual del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, pasó de 6.49 a 7.82 por ciento en el periodo señalado. Al respecto, por un lado, destacó la menor contribución a la baja de la entrada en vigor en algunas ciudades de las tarifas eléctricas de verano como consecuencia de la actualización de los ponderadores del INPC y, por otro, el incremento en las tarifas de transporte

público en el Distrito Federal. En lo que toca al subíndice de precios de los productos agropecuarios, su tasa de crecimiento anual en el lapso referido disminuyó de 17.53 a 16.13 por ciento, ante una incipiente reversión en los precios de algunas hortalizas cuya producción fue afectada por heladas que se presentaron al inicio de marzo (Cuadro 1).

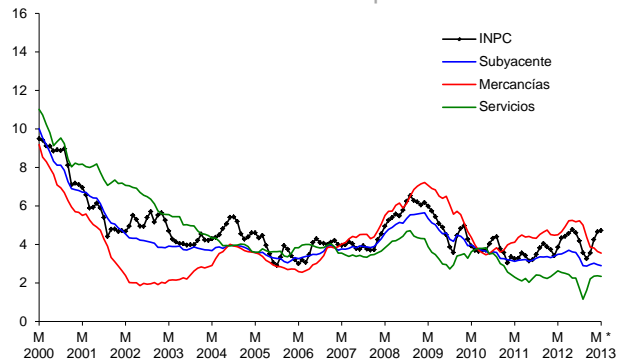
En lo que se refiere a la inflación subyacente anual, ésta se redujo de 3 a 2.89 por ciento entre la primera quincena de abril y la primera quincena de mayo de 2013 (Gráfica 40 y Cuadro 1). Ello ha sido congruente con la evolución de otras medidas de tendencia de la inflación general que se han mantenido por debajo de 3 por ciento ya por varios meses, como es el caso del índice de precios que excluye de la canasta del INPC tanto alimentos como energéticos.

Gráfica 39
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 mayo de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

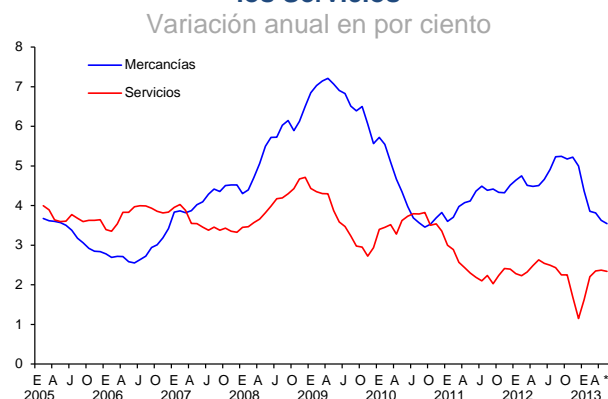
Gráfica 40
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



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

En lo que corresponde a la variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías, de la primera quincena de abril a la primera quincena de mayo de 2013 ésta disminuyó de 3.73 a 3.54 por ciento. Por su parte, la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios subyacente de los servicios se redujo de 2.39 a 2.34 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 41 y Cuadro 1).

Gráfica 41
Subíndices Subyacentes de la Mercancías y de los Servicios



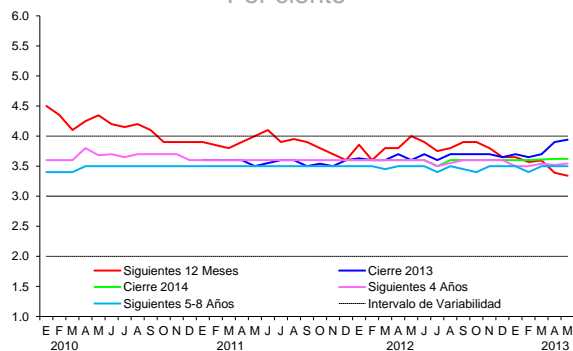
*Información a la primera quincena de mayo de 2013.
Fuente: Banco de México e INEGI.

De acuerdo con la encuesta sobre 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 un aumento de 3.70 a 3.94 por ciento entre las encuestas de marzo y mayo de 2013. Esta alza fue resultado de la reducción de la mediana de las expectativas de la inflación subyacente de 3.36 a 3.21 por ciento y del incremento que registró la expectativa para la inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores, la cual pasó de 4.84 a 6.44 por ciento (Gráfica 42).

A pesar de lo anterior, las condiciones monetarias prevalecientes han propiciado que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantengan estables. En cuanto a la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2014, ésta se mantuvo cercana a 3.6 por ciento entre marzo y mayo de 2013. Lo anterior es resultado de la disminución de la mediana de las expectativas de inflación subyacente de 3.30 a 3.20 por ciento y del aumento que tuvo la expectativa para la inflación no subyacente implícita en dichas medianas de 4.63 a 5.06 por ciento en el periodo referido. Por su parte, la mediana de las

expectativas de inflación para los siguientes 4 años y aquella para los próximos 5 a 8 años se mantuvieron estables alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 42).

Gráfica 42
Mediana de las Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas del Banco de México.

Aunado a la información que se obtiene de las encuestas, con base en los datos de las tasas de interés de valores gubernamentales de largo plazo, es posible calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario. Este indicador se ha ubicado alrededor de 3.5 por ciento desde enero de este año a la fecha (Gráfica 43). Dado que la prima por riesgo inflacionario toma un valor positivo, si bien reducido, se infiere que las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en los instrumentos de mercado se encuentran por debajo de 3.5 por ciento.

El entorno actual en que el crecimiento de la economía se ha desacelerado, y la inflación subyacente anual se ha mantenido por debajo de 3 por ciento, atenúa los posibles riesgos de contaminación derivados de una inflación no subyacente muy elevada. Además, la expectativa de que en el muy corto plazo la inflación no subyacente anual descienda significativamente reduce aún más la probabilidad de que el proceso de formación de precios se contamine.

Gráfica 43
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.

En este contexto, y en virtud de que el alza en la inflación general anual obedece a factores transitorios, el pronóstico sobre la inflación general anual exhibe una trayectoria similar a la que se publicó en el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2013. Así, se estima que la inflación general anual muestre una ligera disminución en junio y que la trayectoria descendente se intensifique a partir de julio. Ello de forma tal que durante la segunda parte de 2013 la inflación general anual se sitúe entre 3 y 4 por ciento. Para 2014 se anticipa que esta variable se ubique muy cerca de 3 por ciento. En lo que corresponde a la inflación subyacente anual, se pronostica que ésta se mantendrá por debajo de dicha cifra en la mayor parte del horizonte señalado.

La trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos al alza en el corto plazo, entre los que destacan: i) revisiones adicionales a las tarifas del transporte público; y, ii) condiciones climáticas o sanitarias adversas que afecten los precios de productos agropecuarios.

En contraste, a la baja sobresale la posibilidad de que el debilitamiento de la actividad económica en México se acentúe, lo que podría mitigar en cierta medida los riesgos al alza señalados.

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

Concepto	Diciembre 2012	Abril 1q 2013	Mayo 1q 2013
INPC	3.57	4.72	4.72
Subyacente	2.90	3.00	2.89
Mercancías	5.00	3.73	3.54
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.11	4.63	4.38
Mercancías no Alimenticias	4.13	3.02	2.87
Servicios	1.15	2.39	2.34
Vivienda	2.05	2.06	2.13
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.58	4.48
Otros Servicios	-0.72	2.10	1.94
No Subyacente	5.74	10.44	10.91
Agropecuarios	9.18	17.53	16.13
Frutas y Verduras	2.90	27.14	19.09
Pecuarios	13.22	11.97	14.33
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	3.84	6.49	7.82
Energéticos	5.62	6.64	8.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.45	6.02	6.53

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 concordó en que la economía global continúa mostrando señales de debilidad. Todos los miembros destacaron que la incertidumbre respecto al momento en que el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos comenzará a disminuir el ritmo de compra de activos ha ocasionado volatilidad en los mercados financieros internacionales. La mayoría señaló que la actividad económica en México ha registrado una importante desaceleración en los primeros meses de 2013 y que los riesgos a la baja para el crecimiento se han intensificado. Adicionalmente, la mayoría afirmó que la evolución de la inflación obedece a choques claramente identificados y que no se han presentado ni se anticipan en el futuro previsible presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el crecimiento de la economía mundial ha mostrado mayor debilidad, aunque existen diferencias importantes entre regiones. En efecto, la mayoría coincidió en que las economías emergentes siguen mostrando un ritmo de expansión superior al observado en las avanzadas, si bien en un número importante de las primeras se observa una desaceleración. Asimismo, la mayoría de los miembros argumentó que las perspectivas sobre el crecimiento global continúan siendo débiles. En particular, uno indicó que los pronósticos sobre el crecimiento global para 2013 se han ajustado ligeramente a la baja, mientras que los de 2014 se han mantenido sin cambio. No obstante, la mayoría de los miembros enfatizó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, todos los miembros de la Junta aseveraron que continúa mostrando signos de recuperación, si bien la mayoría también afirmó que los indicadores más recientes han arrojado resultados mixtos. Por una parte, algunos miembros resaltaron que el sector de la vivienda, el mercado laboral y el consumo han

presentado una mejoría, a lo que uno de ellos agregó que el crédito ha mantenido su dinamismo. Por otra parte, la mayoría de los miembros señaló que la producción industrial se ha desacelerado. No obstante, otro indicó que ésta continúa con una tendencia al alza. Un miembro más añadió que esta pérdida de dinamismo ha sido resultado de una caída en la demanda externa y en el gasto público. Otro miembro destacó que los indicadores de la demanda y de la producción en balance apuntan a que la economía estadounidense continuó expandiéndose en el segundo trimestre de 2013, aunque a un ritmo inferior al observado en el primero. Por último, un miembro recalzó que la recuperación sigue siendo sumamente dependiente de una política monetaria acomodaticia, por lo que continúa siendo frágil.

Algunos miembros de la Junta mencionaron que se espera que la actividad económica de Estados Unidos continúe fortaleciéndose y uno de ellos añadió que inclusive los pronósticos de crecimiento para los próximos tres años se han revisado moderadamente al alza. No obstante, un miembro apuntó que, en virtud del todavía difícil entorno externo y de las dificultades que persisten para consolidar su postura fiscal, los riesgos para el crecimiento en dicho país siguen siendo a la baja. Adicionalmente, otro miembro consideró que el crecimiento de Estados Unidos no será vigoroso y que éste se ubicará por debajo de su potencial por un periodo relativamente largo.

Respecto a la actividad económica en la zona del euro, la mayoría de los miembros indicó que ésta continuará en recesión en el segundo trimestre. Uno de ellos agregó que, si bien se vislumbra una moderada recuperación para dicha zona hacia finales de año, se proyecta que ésta no será suficiente para evitar que el PIB de la región muestre una nueva contracción para 2013 en su conjunto. Así, algunos miembros añadieron que se espera que esta recesión persista por un tiempo prolongado. En este contexto, un miembro consideró preocupante que se hayan venido relajando políticas fundamentales para consolidar la arquitectura institucional de la zona, en especial las metas fiscales. Adicionalmente, recordó que la política monetaria se ha vuelto aún más laxa y que se espera que esta postura continúe por un tiempo prolongado. Añadió que el sistema bancario europeo aún no se consolida y que prevalecen los altos costos del crédito, en especial en los países periféricos.

En cuanto a la economía de Japón, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que se han generado perspectivas de un mayor crecimiento económico e inflación en el corto plazo, a raíz del anuncio de estímulos fiscal y monetario sin precedentes. No obstante, señaló que la volatilidad de los mercados financieros en ese país se ha incrementado ante cuestionamientos sobre la instrumentación de dichos estímulos y que no ha desaparecido la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación de dicho país. Asimismo, un miembro argumentó que el crecimiento está liderado por la demanda externa y no por la interna, lo cual no parecería ser una solución sostenible. Explicó que los estímulos han contribuido a la depreciación del yen, dando lugar a la expectativa de que se generen mayores exportaciones, lo cual a su vez ha propiciado que mejoren los precios de las acciones de las empresas japonesas. Agregó que el impulso para promover el crecimiento de ese país debiera provenir de una mayor inversión interna en capital físico, una mayor competitividad y así poder sostener la recuperación.

La mayoría de los miembros indicó que se observan signos de desaceleración en un número importante de economías emergentes, incluyendo México. Uno de ellos afirmó que este comportamiento es consecuencia, principalmente, de la debilidad en las economías avanzadas. Otro miembro agregó que, si bien los indicadores de planes de compra de los gerentes del sector manufacturero y de servicios de estas economías aún se mantienen en zona de expansión, éstos muestran cierta tendencia descendente.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos como consecuencia del moderado ritmo de crecimiento económico global y de la reducción en los precios de las materias primas. Algunos miembros puntualizaron que, incluso, la inflación de diversas economías avanzadas y emergentes se ubica por debajo de los objetivos fijados por las autoridades nacionales. Un miembro agregó que no se esperan cambios importantes sobre el comportamiento de la inflación mundial en los próximos meses. En congruencia, algunos miembros señalaron que se prevé que las condiciones monetarias a nivel global se mantengan relajadas por un periodo prolongado.

No obstante, todos los miembros de la Junta sostuvieron que la expectativa de que la recuperación de Estados Unidos logre consolidarse ha propiciado incertidumbre acerca del momento en

que la Reserva Federal comenzará a disminuir el ritmo al cual viene expandiendo su balance mediante la compra de activos. Al respecto, uno de ellos argumentó que estas previsiones se han sustentado en comunicaciones oficiales de la Reserva Federal y su presidente, quien ha admitido que existe la posibilidad de disminuir el programa de compra de activos en las siguientes reuniones de política monetaria, condicionado este hecho a la evolución de la economía estadounidense. En ese mismo sentido, dicho miembro añadió que las minutas de la Reunión del Comité Federal de Mercado Abierto correspondientes a abril y mayo pasados han confirmado la posición de varios participantes en relación a esa posibilidad, algunos incluso sin condicionarla a una mejoría adicional de la economía. En contraste, otro miembro aseveró que no se espera un ajuste significativo en la postura monetaria de los Estados Unidos hasta que se consolide la recuperación de la economía, de modo que la turbulencia asociada al retiro del estímulo no se espera tenga efectos tan pronunciados. Por ello, calificó de exagerada la reacción de los mercados y enfatizó que su lectura es que continuará el proceso de acomodamiento, si bien posiblemente a un menor ritmo. Otro miembro arguyó que en la medida en que el ajuste responda a una recuperación económica, su efecto en el mediano y largo plazos debería ser benéfico para la economía global. Por su parte, un miembro expresó que dadas las dificultades existentes para evaluar de manera precisa la velocidad con la que la economía estadounidense se ha venido recuperando, no es sorprendente que se haya generado cierta percepción entre los participantes de los mercados de que la Reserva Federal está enfrentando complicaciones para comunicar de manera efectiva sus intenciones. Sin embargo, añadió que los datos favorables de inflación y sus expectativas dan flexibilidad a dicho Instituto Central, pues la percepción de que las tasas de interés de corto plazo en ese país se mantendrán en niveles reducidos por un periodo prolongado, posiblemente implique un mayor orden en el proceso de normalización de las condiciones monetarias de ese país.

En este contexto, todos los miembros de la Junta consideraron que los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor volatilidad debido a la incertidumbre respecto a la posibilidad del inicio de la disminución en el ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal. La mayoría coincidió en que dicha volatilidad se reflejó en un fortalecimiento del dólar y en alzas en las tasas de interés de largo plazo. Uno de ellos agregó

que en respuesta se han dado caídas en las bolsas de valores de diversas economías emergentes, mientras que otro arguyó que, dada la falta de claridad respecto al ritmo de disminución de la expansión cuantitativa en Estados Unidos, la volatilidad en los mercados financieros podría persistir. Algunos miembros afirmaron que esta incertidumbre ha generado perspectivas de aumentos en las tasas de interés antes que lo previsto, lo cual consideraron como un cambio fundamental en las condiciones de los mercados financieros internacionales en los siguientes meses y años. Por su parte, otro miembro señaló que los mercados financieros en los países desarrollados ya han mostrado un desempeño favorable, en parte por la mejoría económica de Estados Unidos. Un miembro más coincidió en que, en particular, los mercados financieros de la zona del euro han permanecido relativamente estables. Además, el primero de ellos destacó las ganancias registradas por los índices accionarios de las economías avanzadas. También argumentó que una menor percepción de riesgo propició algunas reducciones en las tasas de interés de largo plazo de las economías periféricas de Europa, lo cual les permitió realizar colocaciones de deuda gubernamental de largo plazo.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la economía mexicana ha registrado una desaceleración, la cual la mayoría calificó como importante. La mayoría coincidió en que lo anterior ha sido resultado tanto de un menor dinamismo de la demanda externa, como de la interna. En efecto, algunos miembros destacaron la debilidad de las exportaciones no petroleras y, en particular, de las manufactureras dirigidas a países diferentes a Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, algunos miembros argumentaron que el consumo se ha desacelerado, si bien otro afirmó que las importaciones de bienes de consumo en particular han mostrado cierto dinamismo. Adicionalmente, agregó que el crédito privado continuó creciendo de forma robusta, si bien ha presentado una moderación en su ritmo de expansión. Un miembro más apuntó que la inversión, especialmente la de construcción, también ha mostrado una mayor debilidad en su desempeño reciente. No obstante, otro miembro añadió que la inversión total y sus componentes de maquinaria y equipo nacional e importado han continuado expandiéndose. En lo que respecta a la actividad económica por el lado de la producción, algunos miembros destacaron la desaceleración que ha manifestado el sector industrial. Uno de ellos agregó que el sector de equipo de transporte, que se encuentra vinculado a

las exportaciones manufactureras, ha mostrado una falta de dinamismo, si bien recientemente parece haber empezado a recuperarse. También señaló el menor ritmo de crecimiento que ha presentado el sector agropecuario, el cual fue afectado por las heladas de marzo. Destacó que el comportamiento de dicho sector, así como del industrial, contrasta con el vigor que han mantenido los componentes del sector servicios.

Un miembro de la Junta indicó que, tomando en cuenta el comportamiento reciente de los indicadores mencionados y los de actividad regional de la economía mexicana, así como los del sector industrial de Estados Unidos, existe la posibilidad de que se profundice la desaceleración de la economía en el segundo trimestre del año. Sin embargo, coincidió con los demás miembros de la Junta en que es de esperarse que la economía se fortalezca gradualmente en la segunda mitad de 2013, impulsada por la recuperación tanto de la demanda interna, como de la externa. En este sentido, un miembro señaló que los indicadores prospectivos, como los IPM manufacturero y no manufacturero y los indicadores adelantados, continúan sugiriendo un mejor desempeño económico en el futuro. Para el mediano plazo, algunos miembros consideraron que se mantienen perspectivas relativamente favorables en cuanto al ritmo de expansión de la economía. Al respecto, uno de ellos indicó que si bien los analistas han revisado a la baja el pronóstico de crecimiento para el presente año, en general han mantenido sin cambio las expectativas correspondientes a 2014.

Todos los miembros de la Junta destacaron que existen riesgos a la baja para la actividad económica de México. Algunos puntualizaron que esta situación es reflejo de la incertidumbre que prevalece con respecto a la evolución del entorno externo. No obstante, algunos miembros enfatizaron que en el mediano plazo existen riesgos al alza en cuanto al crecimiento, motivados principalmente, por la posible consolidación de la recuperación de la economía estadounidense. Adicionalmente, un miembro agregó que la regularización del gasto público y las reformas estructurales también podrían impulsar el crecimiento del país.

La mayoría de los miembros de la Junta mencionó que se mantienen condiciones de holgura en los mercados de insumos. Esta mayoría agregó que la fase del ciclo por la que atraviesa la economía ha contribuido a que no se hayan observado presiones sobre la inflación por el lado de la demanda, ni se

anticipen para el futuro previsible. Adicionalmente, un miembro señaló que es probable que la economía mexicana registre una tasa de crecimiento por debajo del potencial y una brecha del producto negativa en el segundo trimestre del año. En cuanto al mercado laboral, algunos miembros argumentaron que la tasa de desempleo y la tasa de desocupación en el sector informal han continuado mostrando niveles superiores a los prevalecientes antes de la crisis. No obstante, algunos miembros afirmaron que el número de asegurados al IMSS siguió incrementándose y que la tasa de informalidad se redujo. Sin embargo, uno de ellos indicó que los salarios siguen mostrando un ritmo moderado de incrementos y, por ende, que no se observan presiones sobre la inflación provenientes de éstos.

Todos los miembros de la Junta indicaron que la expectativa de una reducción en el ritmo de compras de activos por parte del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos ha repercutido en una depreciación del tipo de cambio y en un aumento en la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos gubernamentales de México. En particular, un miembro arguyó que los aumentos en las tasas de interés de largo plazo revirtieron las reducciones observadas en los primeros cuatro meses del año. Agregó que el empujamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos, México y otros mercados emergentes son una señal adelantada de lo que podría ocurrir una vez que inicie el proceso hacia la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Por su parte, algunos miembros subrayaron que la economía se ha ajustado a estos choques de manera ordenada. Así, uno de ellos afirmó que en México el alza en las tasas de interés de mayor plazo y la depreciación del tipo de cambio se han dado con volúmenes adecuados de operación en los mercados y sin mayores interrupciones. Agregó que este ajuste ordenado se debe a las relativamente favorables perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, a la conducción de la política monetaria y al esfuerzo en materia fiscal programado para este año. De este modo, argumentó que la postura actual de política monetaria es la adecuada, dado el entorno prevaleciente y que previsiblemente México continuará enfrentando, y que ha sido conducente a que el empujamiento de la curva de rendimientos se haya dado de manera ordenada, sin que ello esté reflejando incrementos en las expectativas de inflación. Añadió que los crecientes diferenciales entre las tasas de corto y mediano, así como entre las de mediano y largo plazo, respecto a los

mínimos que se alcanzaron hace apenas algunas semanas, parecerían darle mayor sostenibilidad a la postura monetaria prevaleciente. Adicionalmente, consideró poco probable que el incremento en las tasas de interés de largo plazo tenga un impacto significativo sobre la demanda agregada. Señaló que, en el margen, las condiciones monetarias han registrado un relajamiento derivado de la depreciación del tipo de cambio y que una depreciación real en combinación con las mejores perspectivas para la economía de Estados Unidos podría dar un impulso a las exportaciones de México. Añadió que una depreciación real implica un cambio en precios relativos que debería ser conducente a una estructura productiva y de gasto más propicia para un mayor crecimiento sostenible.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la inflación general anual se elevó entre febrero y la primera quincena de mayo de manera importante. Asimismo, consideró que este incremento ha tenido su origen en factores bien identificados y que no resultó de presiones generalizadas de gasto sobre los precios. En particular, la mayoría indicó que el repunte se puede explicar por factores de tipo estadístico y por la combinación de choques de oferta, entre los que destacan una baja base de comparación, el cambio en la estacionalidad del INPC derivado de la actualización de los ponderadores, la ocurrencia de condiciones climáticas adversas que afectaron la producción agrícola, los efectos de los brotes de influenza aviar y la revisión de las tarifas de transporte público en el Distrito Federal. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta aseveró que el proceso de formación de precios sigue siendo congruente con la convergencia de la inflación en el mediano plazo a la meta del 3 por ciento. Al respecto, la mayoría señaló que los choques citados son de naturaleza transitoria y que su impacto se está disipando, que no se han observado efectos de segundo orden y que la inflación subyacente ha logrado mantenerse por debajo del 3 por ciento por varios meses. No obstante, algunos miembros concordaron en que la inflación se mantiene en niveles mayores al objetivo, a lo que uno de ellos agregó que ésta ha vuelto a alejarse de la meta y que lo más frecuente en los últimos 10 años ha sido que se ubique por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo, en lugar de que esto ocurra sólo excepcionalmente. En particular, añadió que, si bien ya se observa una estabilización, en la primera quincena de mayo la inflación general alcanzó 4.72 por ciento. También argumentó que la moderación de la inflación subyacente continúa dependiendo de choques

positivos en los precios de algunos servicios. Asimismo, recalcó que la variación del subíndice de precios no subyacente alcanzó la tasa más alta de los últimos 10 años y que no se ha observado una moderación en los incrementos de los precios afectados por la gripe aviar. Por otra parte, señaló que las expectativas de inflación se han incrementado y que la probabilidad media asignada por los analistas de que la inflación para 2013 y 2014 se ubique entre 2 y 4 por ciento ha disminuido en lo que va del año. En este sentido, algunos miembros agregaron que las expectativas de inflación para todos los plazos se ubican en niveles por arriba de la meta de 3 por ciento. Sin embargo, en respuesta a lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta argumentó que las condiciones monetarias prevaecientes han propiciado que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantengan estables. Adicionalmente, la mayoría sostuvo que se anticipa que la inflación general anual muestre una ligera disminución en el mes de junio para intensificar su baja a partir de julio próximo, hasta ubicarse a lo largo del tercer y cuarto trimestres de este año entre 3 y 4 por ciento. Para 2014, la mayoría añadió que se anticipa que la inflación general anual se ubique muy cerca de 3 por ciento. Asimismo, coincidió en que se prevé que la inflación subyacente se encuentre incluso por debajo del 3 por ciento durante la mayor parte de 2013 y 2014.

Algunos miembros de la Junta consideraron que el balance de riesgos para la inflación es neutral, mientras que otro afirmó que existen riesgos tanto al alza como a la baja. Al respecto, otros más apuntaron que dicho balance se ha deteriorado tanto a corto como a mediano y largo plazo. Entre los riesgos al alza para la inflación, algunos miembros indicaron que podrían presentarse efectos de segundo orden en la formación de precios en respuesta a los choques ya comentados, lo que también podría afectar las expectativas de inflación. No obstante, uno de ellos aclaró que los riesgos de esta situación los aminora la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. Asimismo, algunos miembros argumentaron que existe la posibilidad de que la incertidumbre respecto al inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos ocasione episodios de volatilidad en los mercados financieros en México, particularmente en el tipo de cambio. Adicionalmente, la mayoría de los miembros señaló la posibilidad de que en ciertos estados de la República se incrementen los precios de los servicios de transporte, así como la posibilidad de nuevos choques de oferta asociados a las

vulnerabilidades del sector agropecuario, incluyendo factores climáticos y sanitarios.

No obstante, ante esta enumeración de los riesgos al alza para la inflación, un miembro enfatizó que una vez que se examinan todos los elementos disponibles, poniéndolos en perspectiva y considerando la fase del ciclo por la que están atravesando la economía mexicana y mundial, el balance de riesgos para la inflación permanece neutral y las expectativas de inflación se mantienen estables. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta concordó en que es efectivamente importante utilizar toda la información disponible, tanto cíclica como de tendencia, para llevar a cabo la mejor evaluación del balance de riesgos. Finalmente, algunos miembros mencionaron como riesgo a la baja para la inflación, el posible debilitamiento de la actividad económica en México, lo que además podría mitigar posibles riesgos al alza.

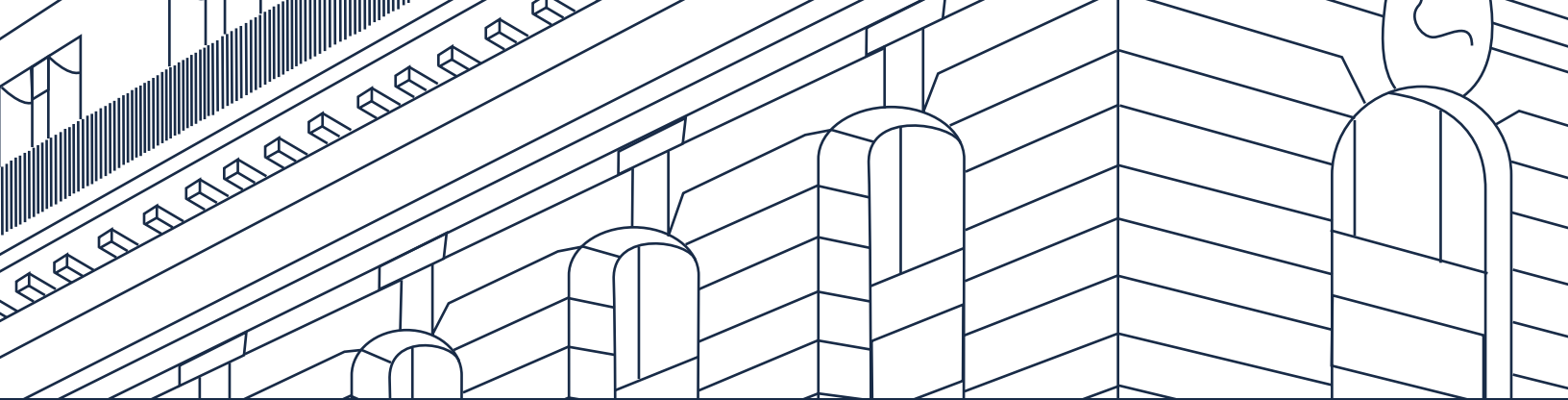
Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la política monetaria no es el instrumento adecuado para enfrentar el tipo de factores que recientemente han afectado a la inflación. Uno de ellos explicó que se debe acudir a otro tipo de políticas para acotar y combatir el origen de los choques de oferta referidos, por ejemplo, mediante mejoras en la infraestructura hidráulica, cambios estructurales en la comercialización de productos agropecuarios o modificaciones a las políticas de determinación de precios de algunos bienes provistos por el sector público, como la gasolina. No obstante, algunos miembros aclararon que, si bien la política monetaria no puede contrarrestar sus efectos directos, en todo momento debe mantenerse vigilante para prevenir que no se presenten efectos de segundo orden derivados de dichos choques. Otro miembro agregó que es indispensable que la política monetaria no dé en ningún momento señales de tolerancia ante la actual elevación de la inflación, ya que dañaría la credibilidad de la estrategia para su combate, lo que implicaría elevados costos sociales de su aplicación en el futuro. Ante esto, algunos miembros afirmaron que, en este sentido, la política de comunicación del Banco de México siempre ha sido muy clara al respecto, esto es, que el Instituto Central no es indiferente ante los riesgos de contaminación y que, en todo momento, se mantiene atento a que no se observen presiones generalizadas sobre los precios derivadas de este tipo de choques.

Todos los miembros recalcaron que la Junta de Gobierno actuará de forma oportuna en caso de que se comprometa la convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente. En este sentido, señalaron que se mantendrán atentos a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la posición monetaria relativa de México respecto al resto de los países avanzados, en particular de Estados Unidos. Finalmente, un miembro mencionó que tanto el Banco de México como otras autoridades financieras de nuestro país mantienen una estrecha vigilancia para acotar los riesgos en materia de estabilidad financiera que un entorno mundial de mayores tasas de interés podría traer.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en consideración la desaceleración que ha mostrado la economía mexicana en los primeros meses del año, la fragilidad del entorno externo, así como la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas, la Junta de Gobierno decidió

mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 por ciento por unanimidad de votos. La Junta estimó 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 el ritmo de expansión del gasto en la economía 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 continúen sin presentarse efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía derivados de los recientes cambios en precios relativos. También estará atenta a las implicaciones que la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a otros países tengan sobre las previsiones para la inflación. 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 21 de junio de 2013

