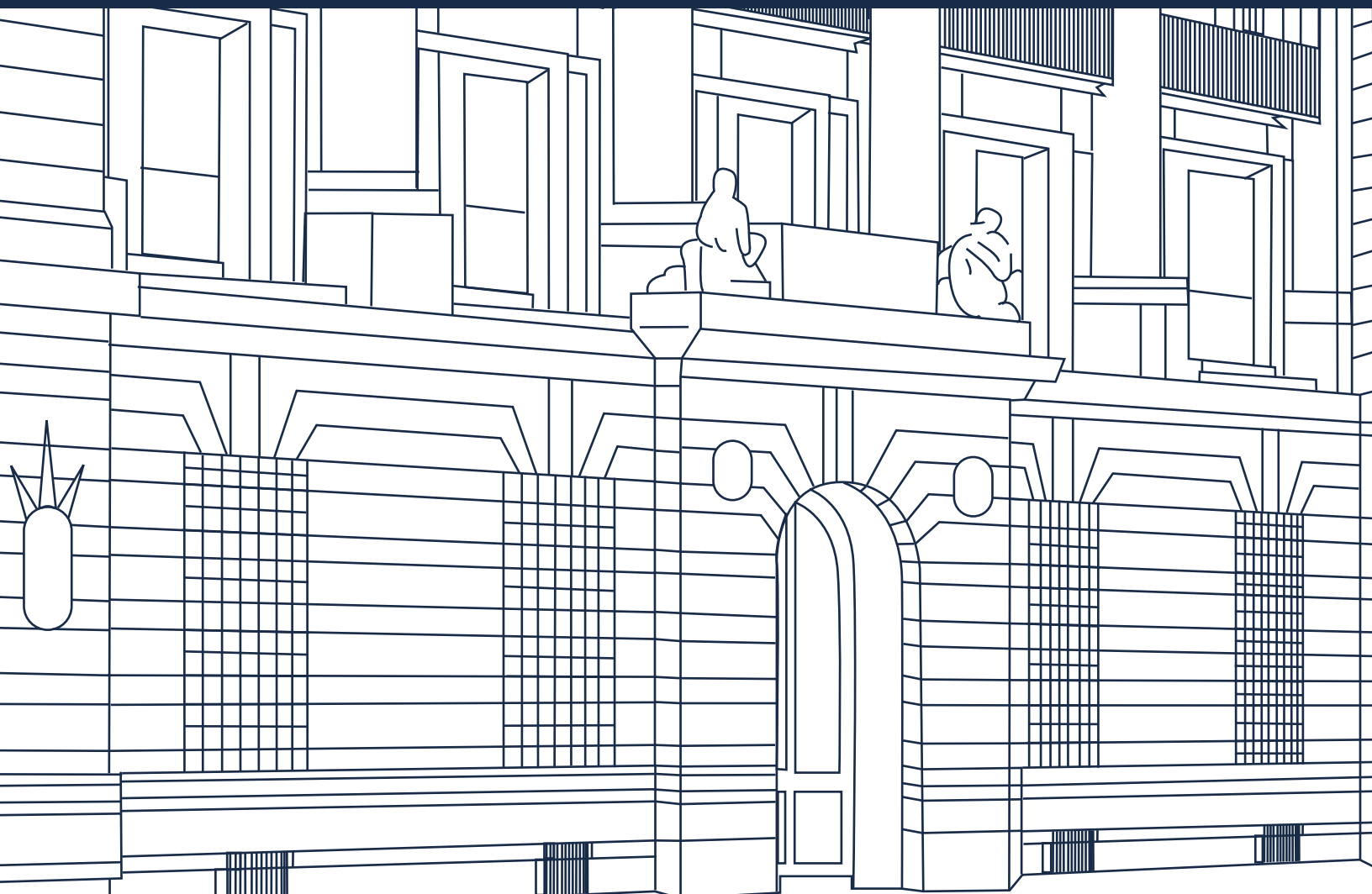




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 18

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 8 de marzo 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: 7 de marzo 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. Luis Videgaray Caso, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

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.

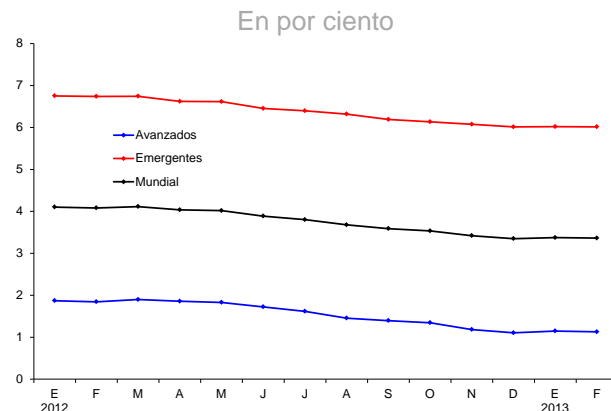
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

Después de una desaceleración en el cuarto trimestre de 2012, la economía mundial continúa mostrando signos de debilidad, debido principalmente a los efectos de la necesaria consolidación fiscal, la lenta recuperación del empleo y las condiciones crediticias aún restrictivas en las principales economías avanzadas. Como reflejo de lo anterior, las perspectivas de crecimiento tanto para las economías avanzadas, como para las emergentes han continuado revisándose a la baja (Gráfica 1).

Gráfica 1
Evolución de Pronósticos de Crecimiento para 2013



Fuente: Consensus Forecasts.

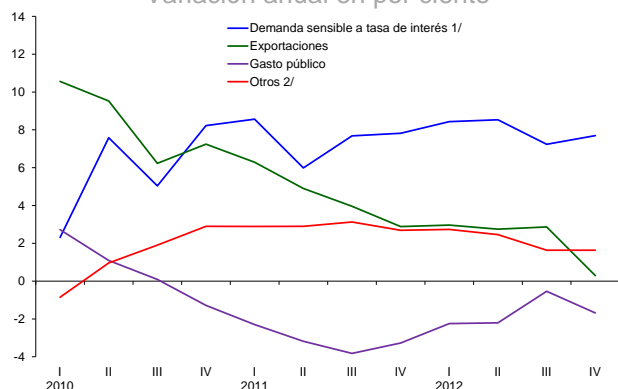
Durante el inicio de 2013, diversos indicadores apuntan a una continua pero débil recuperación de la actividad económica en Estados Unidos, en donde se espera que el crecimiento en 2013 sea menor al registrado en 2012. En particular, la producción industrial y la manufacturera tuvieron una caída en enero. Asimismo, después de que el empleo aumentó en promedio en 201 mil plazas mensuales durante el cuarto trimestre de 2012, el ritmo de expansión disminuyó a 157 mil empleos en enero de 2013. De igual forma, durante dicho mes las horas trabajadas en el sector privado tuvieron su primera caída desde septiembre de 2012.

La débil recuperación del empleo y del ingreso personal disponible, que está siendo afectado por los incrementos en impuestos que entraron en vigor al inicio de este año, se está reflejando en un lento crecimiento del consumo privado en Estados Unidos. Así, en enero, las ventas al menudeo (excluyendo autos, gasolina y materiales de construcción) tuvieron un crecimiento de sólo 0.15 por ciento a tasa mensual, luego de haber registrado un crecimiento promedio de 0.7 por ciento en noviembre y diciembre pasados. Asimismo, a principios de 2013, las intenciones de las empresas manufactureras y de las pequeñas y medianas empresas para invertir, y los pedidos de bienes de capital apuntan todavía a un repunte moderado de la inversión en el corto plazo.

La evolución de la actividad económica en Estados Unidos está siendo apoyada en gran medida por la política monetaria. En este sentido, el amplio estímulo monetario a que ha estado sujeta la economía estadounidense a lo largo de la recuperación ha resultado en un fuerte impulso a

los componentes del PIB sensibles a la tasa de interés (Gráfica 2). Por el contrario, la debilidad del crecimiento económico mundial ha restado dinamismo a sus exportaciones. Por su parte, el retiro gradual del estímulo fiscal ha significado una contracción del gasto público y una contribución negativa al crecimiento del producto.

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



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

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

Fuente: JP Morgan, BEA.

El freno al crecimiento que ha representado la contracción del gasto público en Estados Unidos se prevé continuará en los próximos trimestres. Las medidas de ajuste fiscal aprobadas al inicio de 2013 (entre las que destacan el incremento a los impuestos a la nómina y a los hogares de altos ingresos y los recortes preacordados al gasto) si bien son de un monto menor a las que contemplaba la legislación vigente hasta el año anterior, tendrán un impacto negativo sobre la actividad económica en 2013.¹

Finalmente, la actividad económica en Estados Unidos podría moderarse aún más si no se obtienen resultados significativos en el corto plazo en la agenda pendiente de negociación fiscal. En particular, una discusión prolongada sin avances importantes en materia fiscal podría afectar la

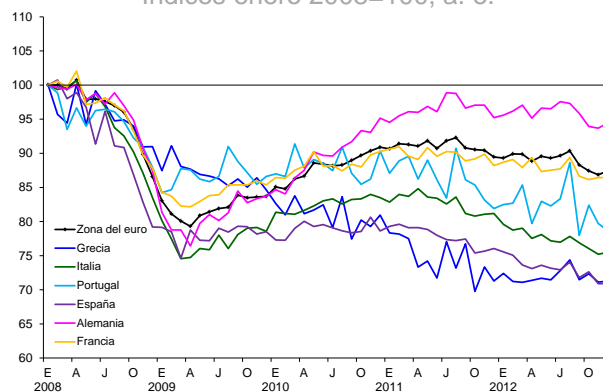
¹ De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) estas disposiciones redujeron el tamaño del ajuste fiscal previsto por el llamado "Fiscal Cliff" en 2013 de 3.3 a 1.7 puntos porcentuales del PIB. El CBO también estima que las medidas de consolidación fiscal que entraron en vigor con la nueva legislación reducirán la tasa de crecimiento del PIB en 1.5 puntos porcentuales con respecto a la que se hubiera registrado sin dichas acciones. De este total, 0.6 puntos porcentuales provienen de los recortes automáticos al gasto (también llamado "Sequestration").

confianza de los hogares y de las empresas, y con ello al consumo y a la inversión. Así, es claro que prevalecen riesgos a la baja para la economía de Estados Unidos.

En la zona del euro, la actividad económica sigue sin mostrar señales claras de recuperación. Además, existe incertidumbre sobre el efecto en la recuperación económica que tendrán las medidas de ajuste fiscal y la posibilidad de una mayor inestabilidad política, en particular en el caso de Italia.

Luego de que el Banco Central Europeo (BCE) anunciara en septiembre de 2012 su nuevo programa de compra de bonos soberanos (OMTs por sus siglas en inglés), se observó una mejoría en los mercados financieros, en particular en los mercados interbancarios y de deuda soberana. Sin embargo, la transmisión de este efecto favorable al sector real de la economía ha sido lenta. Ello se ha reflejado en la debilidad de la actividad económica de la zona del euro. El PIB se contrajo 2.3 por ciento a tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2012, después de haber disminuido 0.3 por ciento en el trimestre previo. El comportamiento de la producción industrial en enero apunta a una recuperación muy lenta de la actividad, con un comportamiento diferenciado entre países (Gráfica 3).

Gráfica 3
Zona del Euro: Producción Industrial
Índices enero 2008=100, a. e.

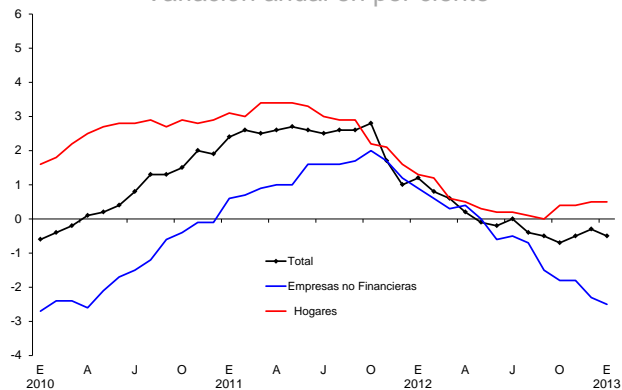


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

Adicionalmente, en contraste con la mayor estabilidad observada en el mercado de fondeo bancario, el crédito de instituciones financieras al sector privado ha seguido contrayéndose, resaltando la caída del otorgado a empresas no financieras (Gráfica 4).

Gráfica 4
Zona del Euro: Crédito de Instituciones
Financieras al Sector Privado
 Variación anual en por ciento



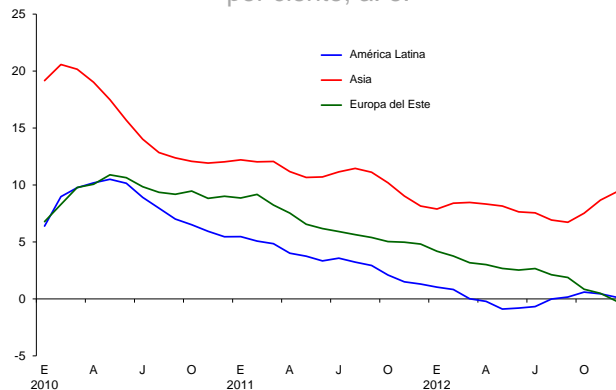
Fuente: BCE.

Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano de los países de la zona del euro se incrementaron, luego de los resultados de las pasadas elecciones en Italia. La incertidumbre con respecto a la formación de una nueva coalición de gobierno estable en ese país, que sea capaz de seguir con las reformas necesarias, podría provocar un aumento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y una reducción de la demanda de los inversionistas por activos riesgosos, tales como los bonos de los países de la periferia europea.

En las economías emergentes, el crecimiento continuó registrando una moderación, aunque se observan diferencias importantes entre regiones. Si bien la producción industrial ha comenzado a recuperarse en Asia, en América Latina y Europa del Este sigue desacelerándose (Gráfica 5).

Los precios internacionales de los productos primarios continuaron en general con una tendencia a la baja. Si bien los precios del crudo mostraron presiones al alza a inicios del año por un aumento en las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, en las últimas semanas registraron una disminución que revirtió el aumento previo. A ello contribuyó la revisión a la baja de las estimaciones de demanda de crudo por parte de la Agencia Internacional de Energía, la continua debilidad de las economías avanzadas, y la perspectiva de un incremento en la producción de petróleo de Arabia Saudita. Por su parte, los precios de los granos, en particular del maíz y trigo, continuaron su tendencia a la baja, en respuesta a un incremento en su oferta, debido a condiciones climáticas favorables en algunos países productores.

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



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

En un entorno de menor crecimiento económico y en el que se prevén menores niveles de inflación, se anticipa que la política monetaria continúe siendo acomodaticia en la gran mayoría de las economías avanzadas y emergentes, y que inclusive en algunos casos se observe un relajamiento adicional.

En Estados Unidos, la inflación general anual disminuyó de 1.7 por ciento en diciembre a 1.6 por ciento en enero, a lo que contribuyeron los menores precios de los productos primarios. Por su parte, la inflación subyacente permaneció en 1.9 por ciento en el periodo referido. En su reunión de política monetaria de enero, la Reserva Federal mantuvo inalterado el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0.25 por ciento, y anunció que continuará con la compra de valores respaldados por hipotecas a un ritmo mensual de 40 mil millones de dólares. Además, ratificó su decisión de diciembre de comprar bonos del Tesoro de largo plazo a un ritmo de 45 mil millones de dólares mensuales.

Cabe destacar que en las minutas de dicha reunión, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) discutió los posibles beneficios y costos de las compras adicionales de activos. La mayoría de los participantes comentaron que las compras de activos han sido efectivas para relajar las condiciones financieras y apoyar la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, muchos de los participantes expresaron cierta preocupación acerca de los costos potenciales y los riesgos derivados de compras adicionales de activos y, varios de ellos,

mencionaron las posibles complicaciones que pudieran surgir para el retiro eventual del estímulo monetario. Sin embargo, en su reciente comparecencia semestral de política monetaria ante el Congreso, el Presidente de la Reserva Federal reconoció los posibles costos de la compra adicional de valores, pero enfatizó que actualmente éstos son menores a los beneficios que dicho programa ofrece. Además, advirtió que existía la posibilidad de reducir la cartera de valores respaldados por hipotecas de la Reserva Federal a un ritmo más lento de lo que se había planeado inicialmente, e incluso que la Reserva Federal podría mantener los referidos valores hasta su vencimiento. Por ende, dijo que las compras de activos continuarán hasta que se observe una mejora sustancial en el mercado laboral. Estas declaraciones disiparon las preocupaciones respecto a un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos.

En la zona del euro, la inflación general anual se ubicó en 2.0 por ciento en enero de 2013, por debajo del 2.2 por ciento registrado en diciembre de 2012, debido principalmente a la caída en los precios de la energía y de los alimentos. Cabe destacar que este nivel no se había alcanzado desde noviembre de 2010. Por su parte, la inflación subyacente disminuyó de 1.5 por ciento a 1.3 por ciento en el periodo referido. En su reunión de febrero, el BCE mantuvo inalteradas sus tasas de interés de referencia, haciendo hincapié en que espera que la inflación se ubique por debajo de 2.0 por ciento en los meses venideros.

Por su parte, en las principales economías emergentes se observó en general, a principios de 2013, una continua tendencia descendente en la inflación, apoyada por los menores precios de las materias primas.

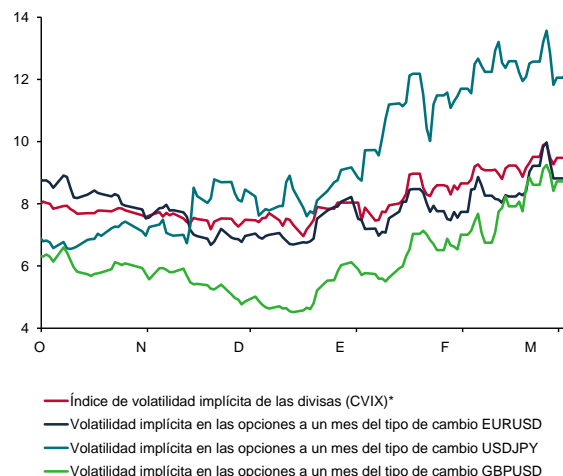
2.2. Evolución de los mercados financieros

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las últimas semanas, los mercados financieros, y principalmente los mercados cambiarios, mostraron una mayor volatilidad (Gráfica 6). Destacó nuevamente la debilidad del yen, el cual continuó depreciándose ante la expectativa de que el Banco de Japón adopte medidas adicionales de política monetaria para estimular el crecimiento económico y superar el problema deflacionario en ese país. Al respecto, las autoridades financieras de varios países (particularmente en la región de

Asia-Pacífico) mostraron preocupación por la depreciación acumulada del yen en las últimas semanas (Gráfica 7), así como por el impacto negativo que ello podría tener sobre la actividad económica en sus respectivos países. Lo anterior ocasionó nerviosismo sobre un posible inicio de un ciclo de devaluaciones competitivas a nivel global.

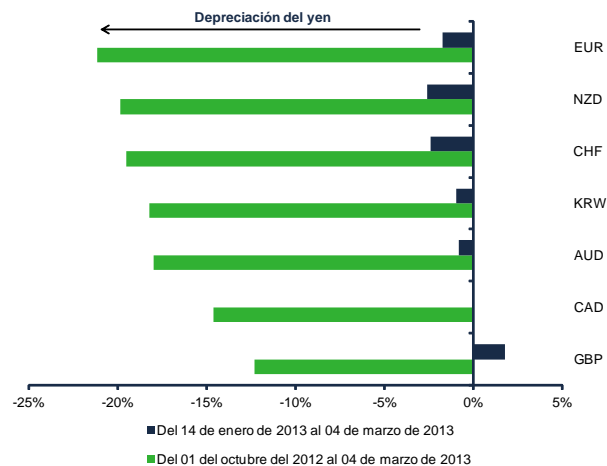
Gráfica 6
Volatilidad anual implícita en las opciones de divisas seleccionadas
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

*Basado en la volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%.

Gráfica 7
Variación porcentual del Yen frente a las principales divisas
Porcentaje

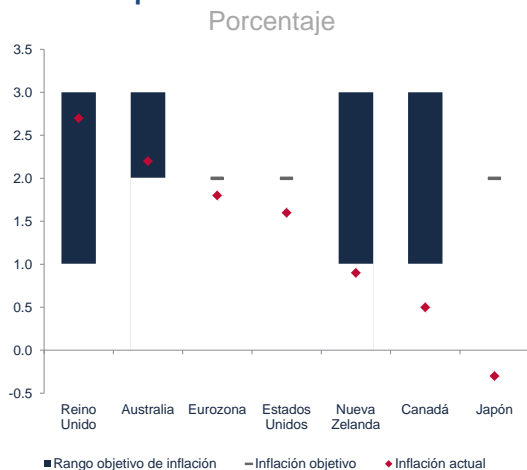


Fuente: Bloomberg.

Como se comentó previamente, los últimos indicadores de precios confirmaron la tendencia a la

baja de la inflación en los principales países desarrollados. De hecho, en varios casos, la última lectura de inflación se encuentra por debajo del objetivo establecido por los bancos centrales (Gráfica 8). Esto último, aunado a un panorama de crecimiento económico endeble, sugiere que estos países podrían mantener o proveer un mayor estímulo monetario en los siguientes meses. Ante esta posibilidad, las tasas de interés de bonos gubernamentales en Canadá, Australia, Reino Unido, Alemania y Japón presentaron disminuciones importantes (Gráfica 9).

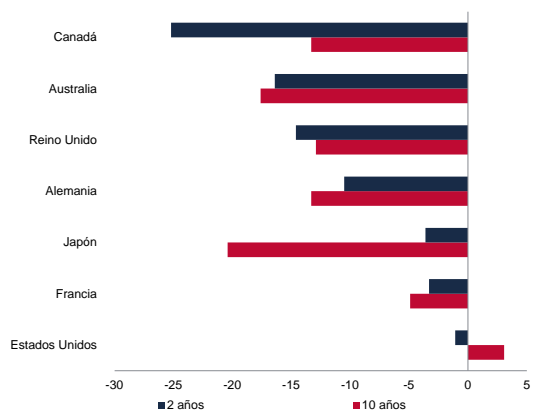
Gráfica 8
Inflación observada y objetivo de inflación de países seleccionados



Fuente: Bloomberg.

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

Puntos base, cambio del 14 de enero al 4 de marzo de 2013



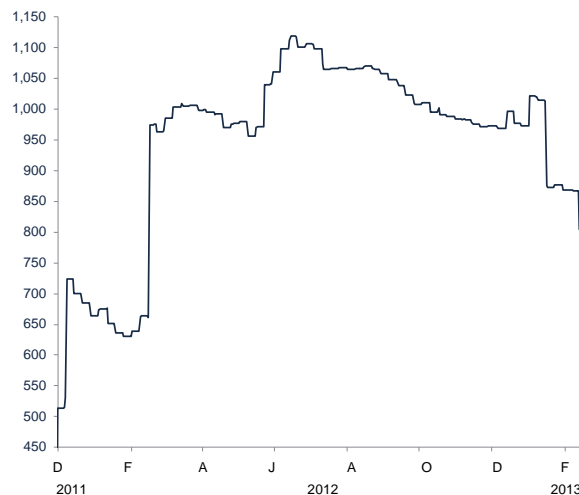
Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, las tasas de interés mostraron un comportamiento más estable que en los meses anteriores. De hecho, parece haberse interrumpido la tendencia de alza de tasas de interés que se observó durante las últimas semanas de 2012 y que se acentuó a principios de 2013 tras los comentarios ya señalados de varios oficiales de la Reserva Federal respecto de la conveniencia de modificar o suspender el programa de compra de activos en respuesta a cambios en las perspectivas económicas. Esto en gran parte gracias al discurso también ya señalado por parte del Presidente de la Reserva Federal ante ambas cámaras del Congreso norteamericano.

En lo que toca a Europa, las condiciones de los mercados de financiamiento interbancario continuaron normalizándose. Destacó el pago anticipado de los préstamos que varias instituciones financieras solicitaron al Banco Central Europeo hace poco más de un año durante las operaciones de refinanciamiento de largo plazo que llevó a cabo dicho instituto central, lo cual sugiere que los bancos europeos tienen menores necesidades de liquidez o mayor acceso a financiamiento (Gráfica 10). Falta, sin embargo, que esto último se traduzca en condiciones más favorables de acceso al crédito para los hogares y empresas.

Gráfica 10
Monto vigente de las operaciones de provisión de liquidez del Banco Central Europeo

Millones de euros



Fuente: BCE.

Por otra parte, la renovada incertidumbre política que se observó en Italia en los últimos días ocasionó un deterioro moderado de los indicadores de riesgo soberano de algunos países de la región (Gráfica 11). Ello obedece a temores de que la

consolidación fiscal, el saneamiento del sistema financiero y la reforma estructural en Italia no avancen conforme a las expectativas del mercado.

Gráfica 11
Costo de protección ante incumplimiento de pago (CDS) de países seleccionados a plazo de 5 años

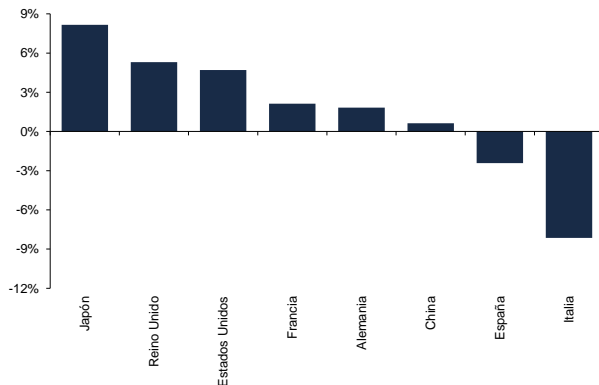
	Puntos base		
	14 de enero	4 de marzo	Cambio
Italia	232	288	56
España	252	273	21
Portugal	380	395	15

Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los índices accionarios tuvieron un comportamiento diferenciado en el último mes. De hecho, estos mercados empezaron a responder menos a factores sistémicos y más a factores idiosincrásicos específicos a una región o país (Gráfica 12). De tal forma, los índices accionarios en Estados Unidos continuaron su tendencia al alza impulsados por los reportes de utilidades y ventas del sector corporativo correspondientes al cuarto trimestre de 2012 que, en general, superaron las expectativas de analistas. En contraste, algunas bolsas europeas cayeron más de 5% reflejando la ya citada incertidumbre política y la debilidad de la actividad económica en la región.

Gráfica 12
Cambio porcentual de índices accionarios seleccionados

Porcentaje; cambio del 14 de enero al 4 de marzo de 2013



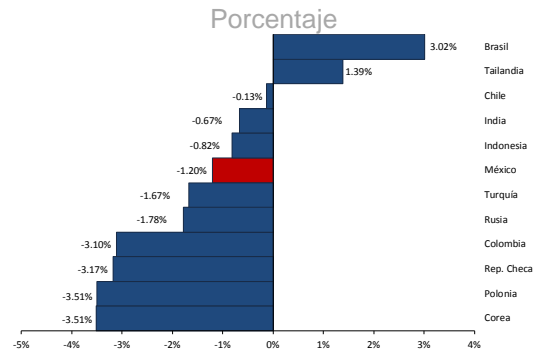
Fuente: Bloomberg.

Finalmente, los principales factores de riesgo para los mercados financieros globales en los meses venideros siguen estando asociados a los efectos del ajuste fiscal en Estados Unidos sobre el crecimiento económico de ese país; a un debilitamiento pronunciado de la actividad económica global; y a la incertidumbre política en Italia y las consecuentes dudas sobre la continuación del programa de ajuste macroeconómico en ese país y del resto de los países periféricos en Europa.

2.2.2. Mercados emergentes

Los precios de los activos financieros de países emergentes mostraron variaciones negativas desde la última reunión de política monetaria, revirtiendo parcialmente las ganancias que se registraron en las primeras semanas del año (Gráfica 13 y Gráfica 14). Entre los principales factores que explican el desempeño menos favorable se encuentran la incertidumbre que aún prevalece en el panorama económico global y, como se mencionó anteriormente, la publicación de indicadores económicos que apuntan a una reducción en el ritmo de crecimiento económico de este conjunto de países.

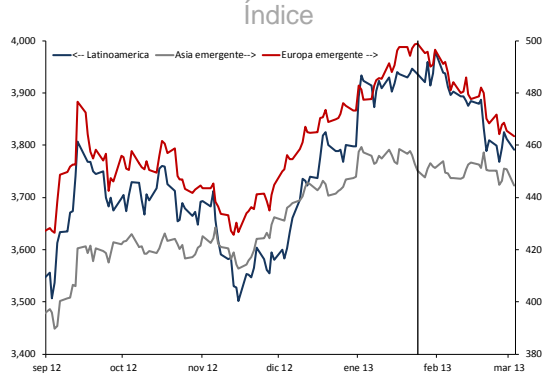
Gráfica 13
Variación porcentual de divisas seleccionadas frente al dólar estadounidense del 14 de enero al 4 de marzo de 2013



Fuente: Bloomberg.

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

Gráfica 14
Índices accionarios MSCI de países emergentes por región



Fuente: Bloomberg.

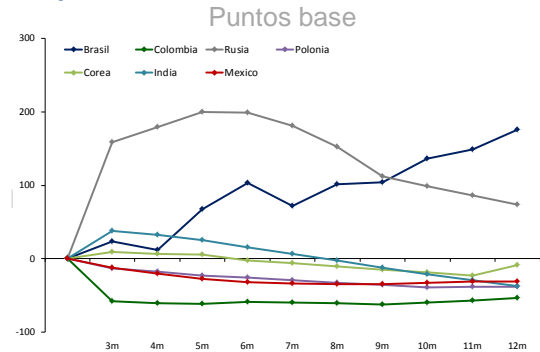
Los índices MSCI muestran el comportamiento de los índices accionarios de varios países agrupados por región.

Latinoamérica: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Europa emergente: República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, Egipto, Marruecos y Sudáfrica. Asia emergente: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.

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.

Este menor ritmo de crecimiento económico, junto con las menores presiones inflacionarias que en general experimentaron estas economías, llevaron a que muchos bancos centrales continuaran con posturas monetarias laxas. Al respecto, destacaron los casos de Colombia y de Polonia con reducciones acumuladas de 50 y 75 puntos base, respectivamente, en sus tasas de referencia durante el periodo. La excepción a este patrón de lasitud fueron los casos de Brasil, Rusia y Sudáfrica, donde la dinámica de inflación no ha sido favorable, por lo cual se ha incrementado la expectativa de que sus bancos centrales tengan que restringir su postura de política monetaria próximamente (Gráfica 15).

Gráfica 15
Movimientos en las tasas de interés de corto plazo implícitas en las curvas de swaps de países seleccionados al 4 de marzo



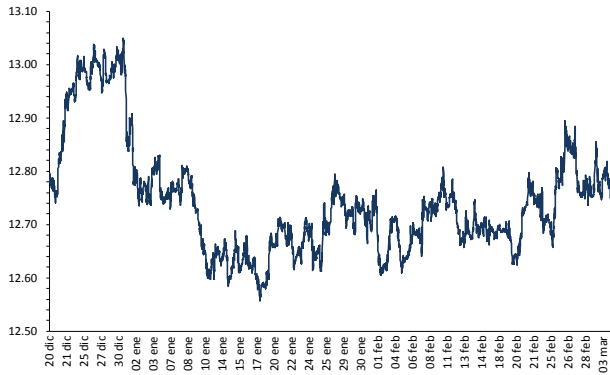
Fuente: Bloomberg.

Nota: Se consideran las principales economías de países emergentes.

2.2.3. Mercados en México

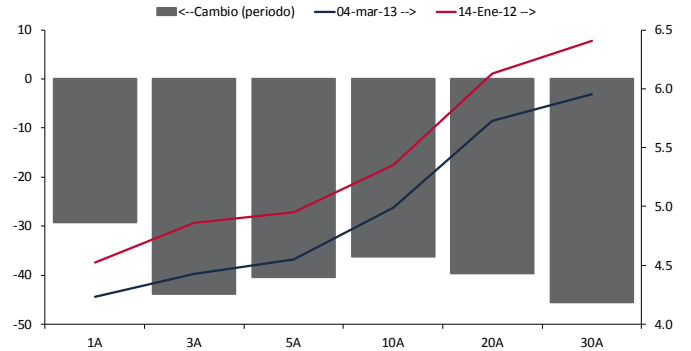
En México la cotización del peso frente al dólar mostró una relativa estabilidad, cotizándose en un rango entre 12.55 y 12.90 pesos por dólar (Gráfica 16). Destacó el poco impacto que tuvo sobre dicho precio la mayor incertidumbre que prevaleció en los mercados internacionales originada tanto por la inestabilidad política en Italia, como por la falta de acuerdos en el Congreso estadounidense para evitar los recortes automáticos al gasto público. El peso tampoco se vio afectado por la marcada compresión que se observó en los diferenciales de las tasas de interés en pesos y en dólares (Gráfica 17), ni por la expectativa de que el Banco de México pudiera disminuir su tasa de referencia en el futuro cercano. Al parecer, los sólidos fundamentos de la economía mexicana y la perspectiva de que pudieran aprobarse diversas reformas estructurales en el corto plazo han sido soportes sólidos para la cotización del peso.

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



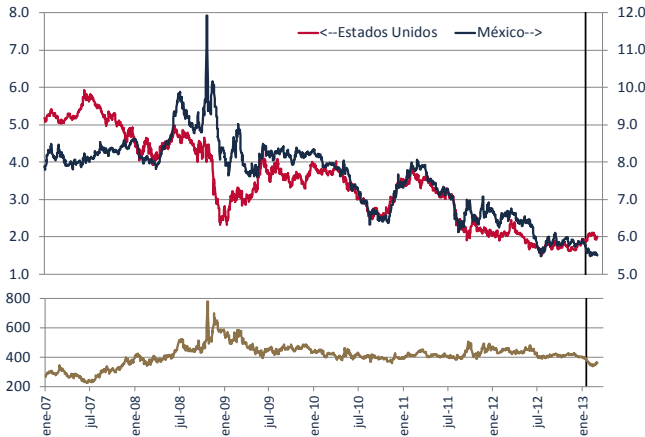
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 18
Curva de rendimiento de Bonos Gubernamentales
 Puntos base, Porcentaje



Fuente: PIP.

Gráfica 17
Tasas de interés de swaps a 10 años en México y Estados Unidos y su diferencial
 Porcentaje, puntos base



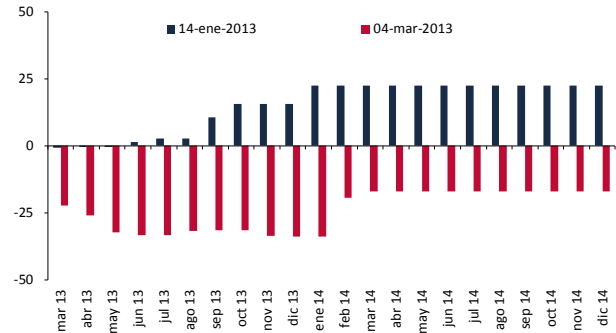
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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.

Por su parte, en el mercado de dinero las tasas de interés disminuyeron aproximadamente 40 puntos base a lo largo de toda la curva de rendimientos (Gráfica 18). Esta disminución fue producto principalmente del cambio en el mensaje del último comunicado de política monetaria. Puesto que el desplazamiento de la curva fue paralelo y por tanto no dio lugar a un empinamiento de la curva, es evidencia adicional de la confianza del mercado en la política monetaria, ya que sugiere que una posible reducción en la tasa de referencia no tendría efectos sobre las primas por riesgo inflacionario ni sobre las expectativas de inflación de largo plazo.

Finalmente, destaca que tanto la mayoría de los analistas de las principales corredurías nacionales y extranjeras, así como las expectativas implícitas en la estructura de tasas de interés, anticipan una disminución de la tasa de política monetaria durante los próximos meses (Gráfica 19).

Gráfica 19
Movimientos de la tasa objetivo implícitos en la curva de swaps de TIEE de 28 días
 Puntos base



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

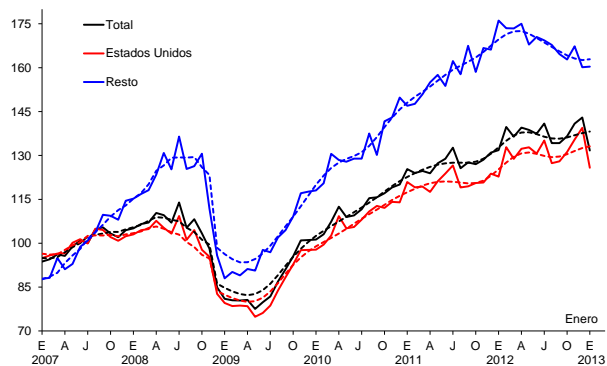
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

La información más oportuna indica que la actividad económica en México ha comenzado a mostrar una desaceleración. En efecto, la economía se expandió durante el cuarto trimestre a un ritmo menor que en la primera parte de 2012, lo cual se vio reflejado primero en la evolución de los componentes de la demanda externa y más recientemente en los correspondientes a la demanda interna.

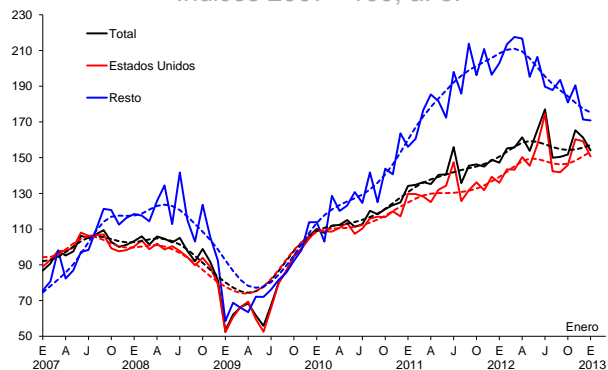
En particular, el menor crecimiento de la economía mundial condujo a que las exportaciones manufactureras mexicanas continuaran desacelerándose (Gráfica 20). Así, en los últimos meses se observó un estancamiento en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos y una disminución en las destinadas al resto del mundo. Asimismo, la pérdida de dinamismo de las ventas al exterior fue notoria tanto en las exportaciones automotrices, como en el resto de los productos manufacturados (Gráfica 21 y Gráfica 22).

Gráfica 20
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2007 =100, a. e.



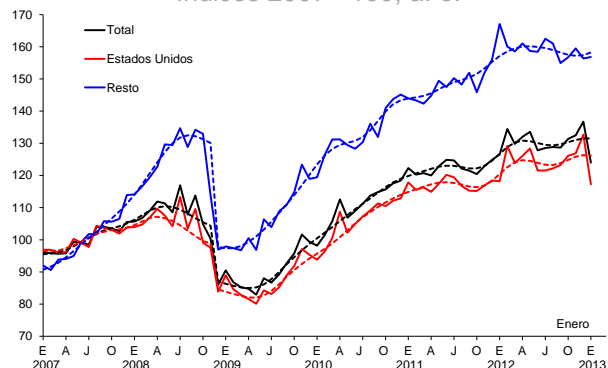
a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 21
Exportaciones Manufactureras Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 22
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.

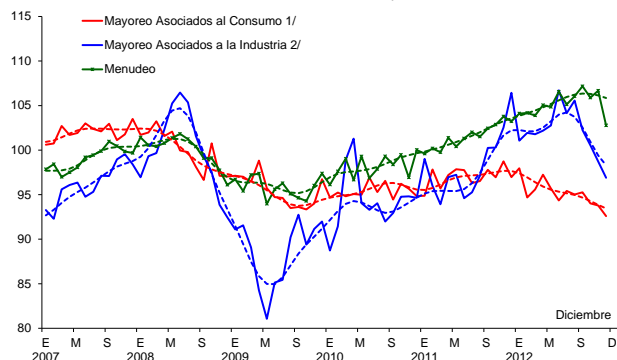


a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

Por su parte, los datos más oportunos sugieren que la demanda interna presentó indicios más aparentes de una desaceleración en los meses más recientes. En lo relacionado al consumo privado, se ha observado una pérdida de dinamismo de las ventas en establecimientos comerciales al menudeo y al mayoreo. Destaca que la contracción en las ventas al mayoreo reflejó una disminución en sus componentes más relacionados con el desempeño del sector industrial (Gráfica 23). A su vez, las ventas de la ANTAD han mostrado un estancamiento en sus niveles, aun cuando en enero registraron un crecimiento mensual desestacionalizado. En congruencia con lo anterior, algunos determinantes del consumo como las remesas familiares y la masa salarial real permanecieron en niveles por debajo de los

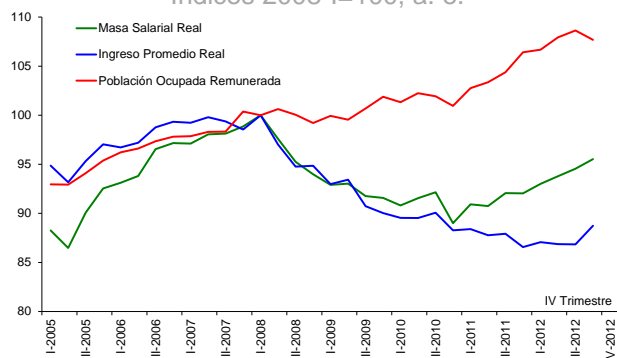
observados antes de la crisis iniciada en 2008 (Gráfica 24). Por su parte, la inversión fija bruta también mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento en los últimos meses (Gráfica 25).

Gráfica 23
Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índices 2008=100, a. e.



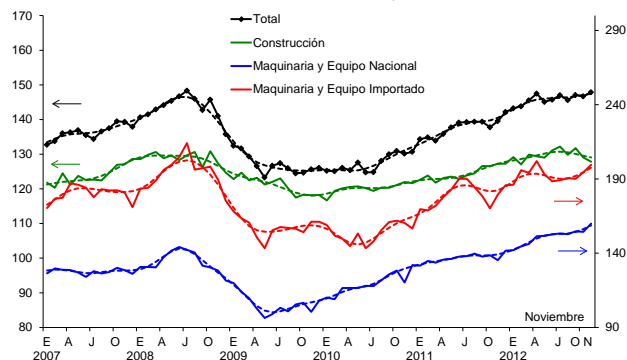
1/ Incluye a los subsectores alimentos, bebidas y tabaco; productos textiles y calzado, y productos farmacéuticos, de perfumería, accesorios de vestir, artículos para el esparcimiento, y electrodomésticos.
2/ Incluye materias primas agropecuarias, para la industria y materiales de desecho; maquinaria, 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.

Gráfica 24
Masa Salarial Real Total^{1/}
Índices 2008-I=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Los datos a partir de 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

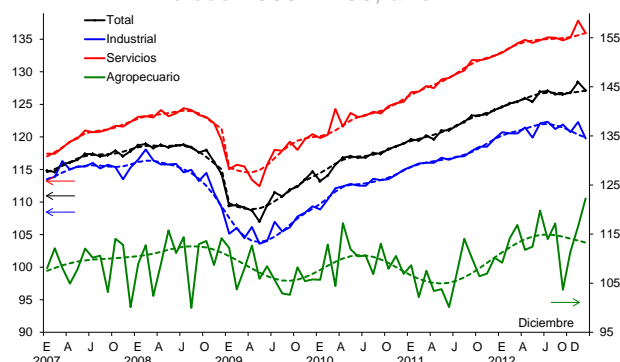
Gráfica 25
Inversión y sus Componentes
Índices 2003=100, a. e.



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

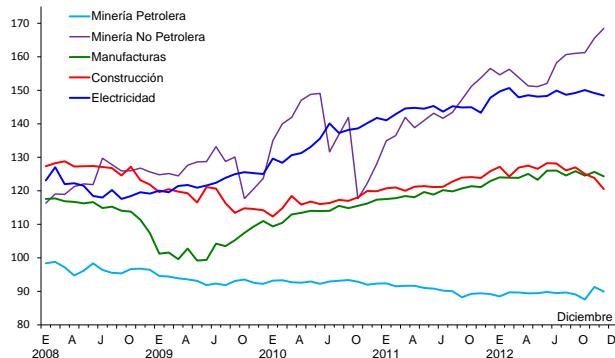
La reducción en el dinamismo tanto de la demanda externa, como de la interna, se reflejó en una tasa de crecimiento de la actividad productiva en el cuarto trimestre de 2012 menor a la observada en promedio durante la primera mitad del año. En particular, en los últimos meses la producción industrial registró una notoria desaceleración, la cual se reflejó en menores tasas de crecimiento tanto de las manufacturas, como del sector de la construcción (Gráfica 26 y Gráfica 27). El reciente comportamiento en este último sector parecería a su vez estar asociado a la tendencia a la baja que ha mostrado la construcción de vivienda privada (Gráfica 28). Por su parte, el sector servicios también ha venido presentando una desaceleración, si bien menos notoria que la presentada por el sector industrial.

Gráfica 26
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2003 = 100, a. e.



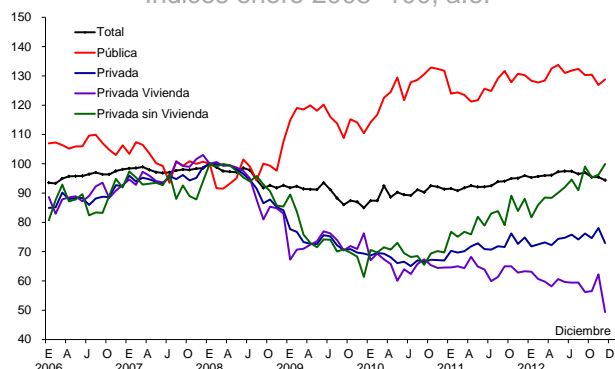
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 27
Actividad Industrial
Índices 2003 = 100, a. e.



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

Gráfica 28
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índices enero 2008=100, a.e.



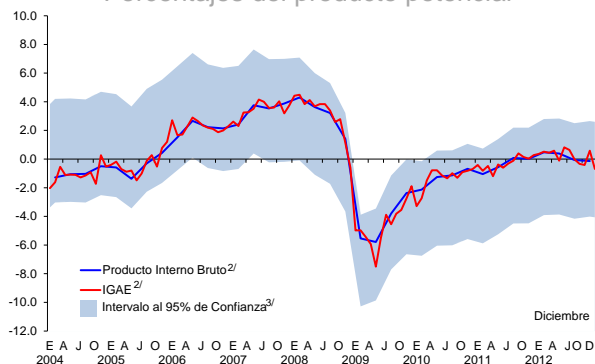
a.e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada (vivienda y privada total sin vivienda) la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.
Fuente: INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Dada la moderación en el ritmo de crecimiento que registró la economía en los últimos meses, la brecha del producto se ubicó alrededor de cero (Gráfica 29). Además, el mercado laboral continúa mostrando holgura, lo cual se ha hecho más evidente dado el incremento reciente en la tasa de desempleo. Por su parte, el balance entre el ingreso de los factores productivos y la absorción en la economía se ha reflejado en niveles reducidos y plenamente financiados de las cuentas externas.

Gráfica 29
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



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

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

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

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

En particular, no obstante que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó presentando una tendencia creciente, el aumento que registraron recientemente las tasas de desocupación nacional y urbana, así como los elevados niveles de ocupación en el sector informal, sugieren la presencia de holgura en el mercado laboral (Gráfica 30 y Gráfica 31).

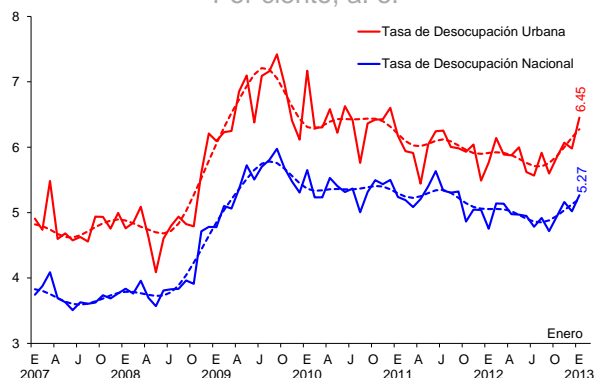
Gráfica 30
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
Millones de personas



1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

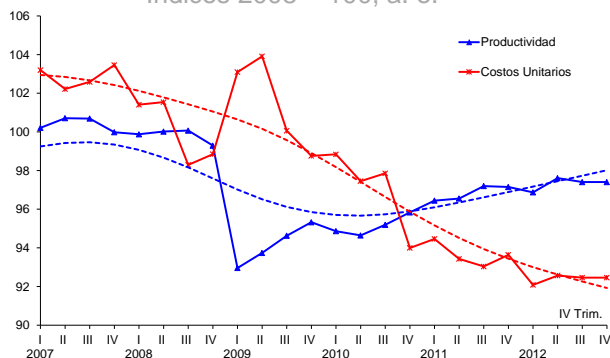
Gráfica 31
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

Asimismo, el moderado incremento en los salarios, aunado a la tendencia positiva que mostró la productividad media del trabajo, se reflejó en que los costos unitarios de la mano de obra se hayan mantenido en niveles bajos (Gráfica 32), por lo que dichos costos no ejercieron presiones inflacionarias.

Gráfica 32
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía^{1/}
Índices 2008 = 100, a. e.

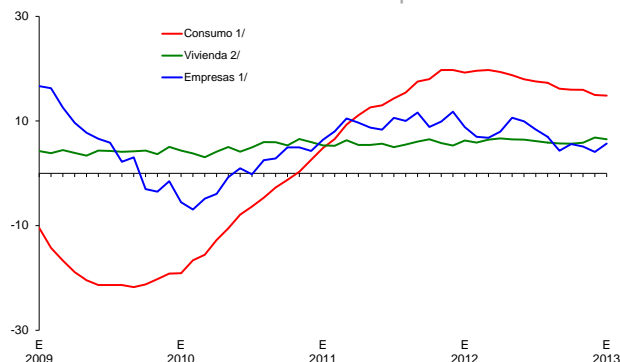


1/ Los datos a partir de 2010 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México a partir de información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo y del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

El financiamiento al sector privado no financiero ha continuado expandiéndose. Los mercados de crédito y de deuda han seguido canalizando recursos financieros a las empresas. Por el lado de los hogares, el crédito hipotecario ha crecido de forma sostenida. No obstante, el crédito al consumo ha registrado cierta moderación en su tasa de crecimiento en meses recientes (Gráfica 33). Las tasas de interés de los créditos otorgados tanto a

las empresas como a los hogares se han mantenido estables, mientras que los índices de morosidad correspondientes tampoco han mostrado, en términos generales, cambios importantes. En suma, el financiamiento al sector privado no financiero en México continúa apoyando a la actividad productiva del país sin mostrar, hasta ahora, indicios de sobrecalentamiento.

Gráfica 33
Crédito Vigente al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento



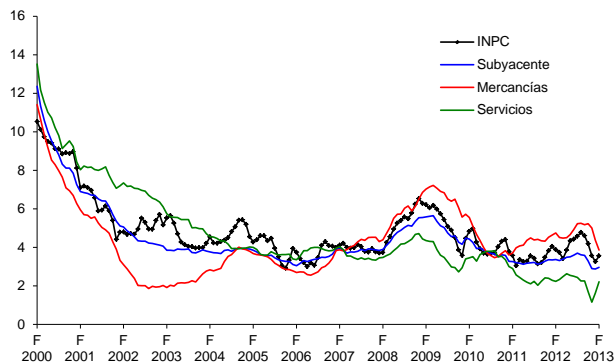
1/ Se refiere al crédito otorgado por la banca comercial.
2/ Incluye el crédito de Infonavit y banca comercial.
Fuente: Banco de México.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

El proceso de formación de precios en México durante la última década ha venido convergiendo hacia la meta establecida para la inflación general anual de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual. Este proceso se acentuó desde mediados de 2011. Aun cuando entre mayo y septiembre de 2012 la inflación general anual registró niveles superiores a 4 por ciento –al haber sido afectada por choques de naturaleza transitoria– otros indicadores de su tendencia de mediano plazo continuaron mostrando una evolución favorable (Gráfica 34 y Gráfica 35).

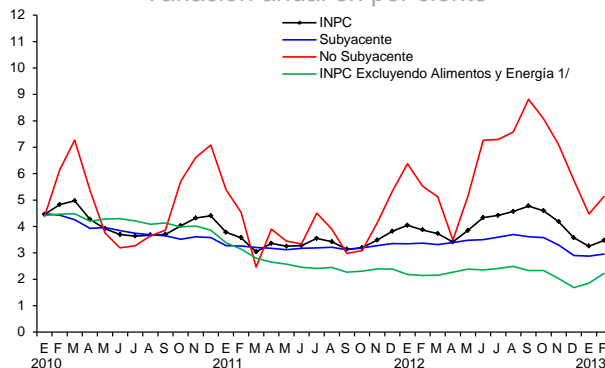
La inflación general anual disminuyó de diciembre de 2012 a enero de 2013 de 3.57 a 3.25 por ciento (Gráfica 36 y Cuadro 1). Posteriormente en febrero, acorde con lo previsto por el Banco de México, la inflación general se elevó a 3.55 por ciento. Este incremento, en lo fundamental, fue consecuencia de efectos aritméticos en el cálculo anual de la variación del INPC que derivaron de una baja base de comparación en el grupo de las frutas y las verduras.

Gráfica 34
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

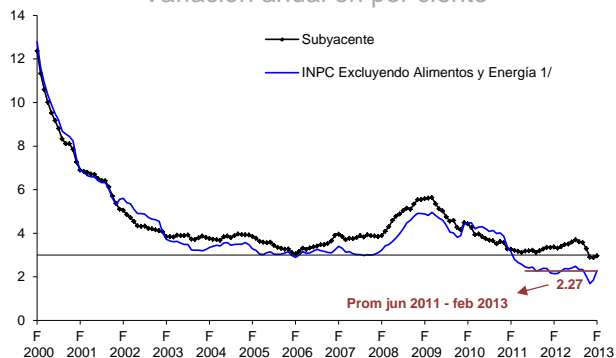
Gráfica 36
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

Gráfica 35
Índice de Precios Subyacente e INPC
excluyendo Alimentos y Energía
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

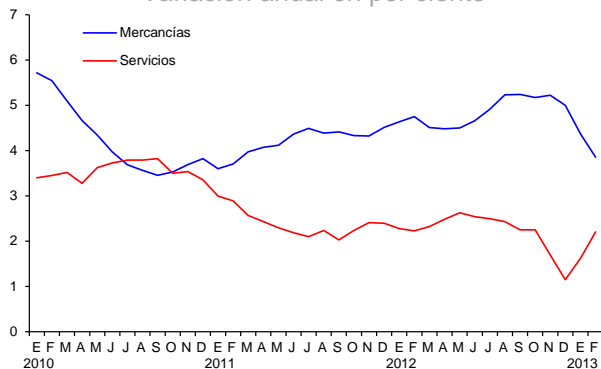
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

La inflación subyacente anual se mantuvo significativamente por debajo de la inflación general anual durante el episodio en que esta última repuntó. Cabe señalar que un indicador que también revela el proceso de convergencia de la inflación en México hacia menores niveles es el de la inflación que excluye del cálculo general tanto a alimentos como a energéticos –índice que coincide con la definición de inflación subyacente empleada en varios países, como es el caso de Estados Unidos (Gráfica 35).

La inflación subyacente anual ha registrado niveles menores a 3 por ciento desde diciembre de 2012. Así, en dicho mes esta variable fue 2.90 por ciento, mientras que en enero y febrero de 2013 fue 2.88 y 2.96 por ciento, respectivamente (Gráfica 36 y Cuadro 1). Las variaciones anuales de los subíndices de las mercancías y de los servicios en febrero de 2013 fueron 3.86 y 2.21 por ciento (en diciembre de 2012 fueron 5 y 1.15 por ciento, en el mismo orden). La reducción del subíndice de mercancías obedeció, en gran medida, al desvanecimiento parcial de los choques que a lo largo del año anterior incidieron sobre la variación anual de los precios de algunos alimentos procesados –como fue el caso de la tortilla de maíz, el azúcar, y el pan– así como en los que corresponden a productos para la limpieza y la higiene personal. Por otra parte, el aumento observado en la tasa de crecimiento anual del subíndice de los servicios, fundamentalmente, se explica por alzas en las tarifas de los servicios de telefonía móvil (Gráfica 37).

Gráfica 37
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente en términos anuales disminuyó de diciembre de 2012 a enero de 2013 de 5.74 a 4.47 por ciento. Sin embargo, en febrero repuntó de nueva cuenta, situándose en 5.47 por ciento (Cuadro 1). Este comportamiento fue determinado, principalmente, por el efecto de la base de comparación en el grupo de las frutas y verduras, que se caracteriza por exhibir un alto grado de volatilidad. Por ello, se prevé que este repunte sea transitorio. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno tuvo una variación anual de 4.36 por ciento en febrero de 2013 (3.84 por ciento en diciembre de 2012). En este último indicador destacó la mayor contribución de los derechos por suministro de agua que fueron actualizados en algunas entidades del país.

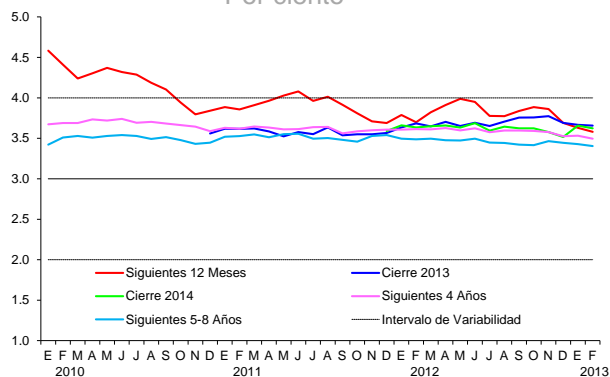
Con respecto a las expectativas de inflación, el promedio de las referentes al cierre de 2013 se situó en niveles cercanos a 3.66 por ciento en la encuesta de febrero de 2013 levantada por el Banco de México, nivel inferior al observado en la encuesta de diciembre de 2012 de 3.69 por ciento (Gráfica 38). Este resultado se debió a la disminución de la media de las expectativas para el componente subyacente, la cual pasó de 3.45 a 3.35 por ciento en dicho periodo. Por su parte, el promedio de las expectativas implícitas del componente no subyacente mostró un incremento al pasar de 4.48 a 4.68 por ciento de diciembre a febrero. En cuanto a las expectativas de inflación para el cierre de 2014, el promedio de las correspondientes a la inflación general aumentó de un nivel de 3.52 por ciento en diciembre del año pasado a uno de 3.62 por ciento en febrero de este año. Este comportamiento refleja expectativas

promedio para la inflación subyacente y no subyacente en febrero de 3.32 y 4.62 por ciento, respectivamente.

En relación a las expectativas de inflación de mayor plazo, el promedio de aquéllas para los siguientes cuatro años permaneció estable alrededor de 3.5 por ciento. Por su parte, la media de las expectativas de inflación para los siguientes 5 a 8 años también se ha mantenido estable en niveles cercanos a 3.4 por ciento durante los últimos meses (Gráfica 38).

Gráfica 38
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes

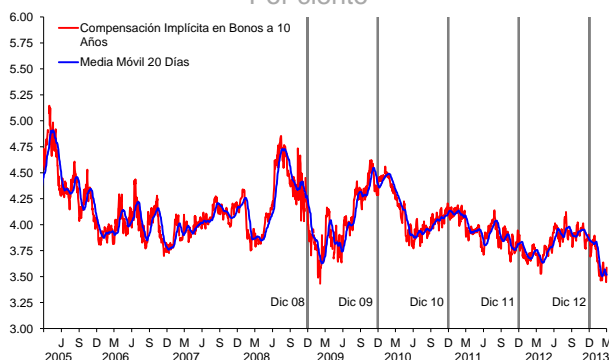
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información que se obtiene de las encuestas, a partir de la evolución de las tasas de interés de largo plazo es posible calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario. Este indicador ha disminuido considerablemente en las últimas semanas alcanzando niveles cercanos a los mínimos históricos, de 3.5 por ciento, si bien con cierta volatilidad (Gráfica 39).

Gráfica 39
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en
México^{1/}
 Por ciento



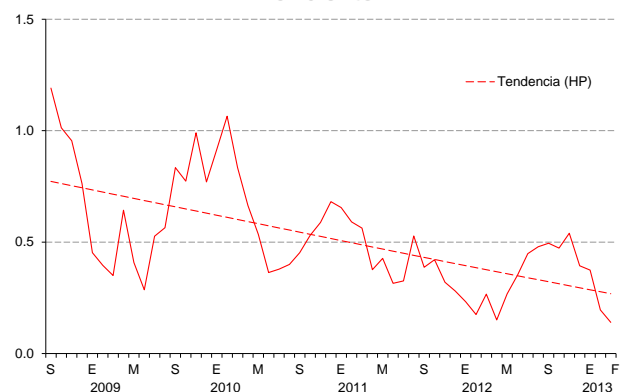
1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario. Es decir, se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente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

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

Considerando el entorno por el que atraviesa la economía, es apropiado resaltar los avances en el combate a la inflación en los últimos años. Entre éstos destacan: i) la reducción del nivel, volatilidad y persistencia de la inflación; ii) el hecho de que ante los diversos episodios de ajustes en precios relativos que ha enfrentado la economía recientemente, no se hayan presentado efectos de segundo orden; iii) el anclaje de las expectativas de inflación; y iv) la reducción en las primas de riesgo, en particular aquéllas asociadas al riesgo inflacionario.

Una estimación de la prima de riesgo inflacionaria se obtiene al restar de la compensación por inflación y riesgo inflacionario el promedio de las expectativas de inflación para los siguientes 5 a 8 años (Gráfica 40). Al respecto, es notoria la reducción que ha presentado este indicador en los últimos años. Así la tendencia de dicho indicador que se ubicó en aproximadamente 77 puntos base a finales de 2008, ha disminuido y actualmente exhibe un nivel cercano a 27 puntos base.

Gráfica 40
Aproximación de Prima por Riesgo Inflacionario
con Inflación Esperada para los Sigüentes 5 a 8
Años
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México, Valmer y Bloomberg.

El pronóstico de la inflación general anual para los siguientes dos años sitúa a esta variable en niveles inferiores a los registrados durante 2012. Se prevé que durante 2013 y 2014 la inflación general anual se ubique en niveles cercanos a la meta de 3 por ciento. Sin embargo, debido a la evolución que presentó esta variable durante 2012, se anticipa que transitoriamente aumente en los siguientes meses y que de ahí en adelante retome una trayectoria a la baja para ubicarse cerca de 3 por ciento en la segunda parte del año y en 2014. Así, no se prevé que el aumento transitorio que se anticipa en este indicador afecte su proceso de convergencia al objetivo permanente de 3 por ciento. Por su parte, la proyección de la inflación subyacente anual se mantiene muy cerca de 3 por ciento e, incluso, por debajo de dicha cifra en la mayor parte del horizonte, periodo que incluye 2014.

En cuanto a los riesgos en torno a la trayectoria prevista para la inflación, entre los elementos que podrían incidir al alza sobre el mencionado pronóstico, destacan: i) condiciones climáticas, o sanitarias, desfavorables que incidan sobre la oferta de algunos productos agropecuarios, que podrían impactar transitoriamente los precios de estos productos, lo que en su caso se considera tendría un efecto transitorio sobre la inflación general y no afectaría la tendencia descendente de mediano plazo de ésta; ii) un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales con su consecuente efecto sobre el tipo de cambio; no obstante, ante la fortaleza del marco macroeconómico de la economía mexicana y la evidencia del bajo traspaso de las variaciones del

tipo de cambio a la inflación, de ocurrir este evento el impacto sería limitado; y, iii) la posibilidad de que ocurran aumentos en los precios de bienes y servicios públicos mayores a los que se anticipan; sin embargo, los incrementos observados a la fecha han sido moderados y con un impacto relativamente menor en la inflación.

En contraste, entre los elementos que podrían incidir a la baja en el desempeño de la inflación sobresalen: i) la posibilidad de que el crecimiento económico resulte más bajo que lo previsto; ii) la mayor competencia en varias industrias; y, iii) la posibilidad de que se realicen mayores avances en el proceso de reforma estructural.

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

Concepto	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Febrero 2013
INPC	3.82	3.57	3.55
Subyacente	3.35	2.90	2.96
Mercancías	4.52	5.00	3.86
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.11	4.59
Mercancías no Alimenticias	2.39	4.13	3.27
Servicios	2.40	1.15	2.21
Vivienda	2.04	2.05	2.09
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.48	4.55
Otros Servicios	2.27	-0.72	1.66
No Subyacente	5.34	5.74	5.47
Agropecuarios	3.73	9.18	7.48
Frutas y Verduras	-4.37	2.90	4.66
Pecuarios	9.76	13.22	9.20
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	3.84	4.36
Energéticos	8.30	5.62	5.48
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.45	2.22

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 la economía mundial sigue mostrando signos de debilidad y anticipa que la política monetaria continúe siendo acomodaticia en un gran número de economías, tanto avanzadas como emergentes. Esta mayoría también destacó que la actividad económica en México ha presentado una desaceleración. En cuanto a la inflación en México, la mayoría coincidió en que en el corto plazo es previsible observar un incremento, si bien prevé que éste sea transitorio y no afectará la trayectoria convergente al objetivo de 3 por ciento en el mediano plazo. Por otra parte, la mayoría de los miembros resaltó los avances estructurales logrados en el combate a la inflación y determinó 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 señalado.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que persisten signos de debilidad en la economía mundial. En efecto, algunos miembros sostuvieron que el crecimiento económico mundial ha sido moderado y que se ubica por debajo de su tendencia de largo plazo. Un miembro añadió que se anticipa que el crecimiento en 2013 aun sea menor al registrado antes de la crisis global, si bien otro argumentó que se espera que la economía mundial presente mayores ritmos de crecimiento durante 2013 y 2014, respecto a lo observado en 2012. La mayoría de los miembros consideró que prevalecen importantes riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial aun cuando reconoció que se ha observado una menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales y que se ha reducido la probabilidad de que ocurra algún evento de naturaleza sistémica.

Profundizando con relación a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que ésta ha continuado desacelerándose. En particular, un miembro señaló que el PIB se estancó a finales de 2012 como resultado de factores climáticos y de la debilidad

transitoria de algunos componentes de la demanda. Sin embargo, algunos miembros coincidieron en que ciertos indicadores sobre la actividad económica en Estados Unidos recientemente han sido favorables y concluyeron que, aunque moderada, sigue habiendo una expansión. Uno de ellos mencionó que los datos favorables para la actividad económica de ese país contribuyeron a la mejoría de los índices accionarios y al alza de las tasas de interés tanto para valores gubernamentales, como para instrumentos privados. Sin embargo, añadió que estos indicadores han mostrado cierta volatilidad, debido en parte a la percepción de una mayor cercanía del inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos.

Respecto a las expectativas de crecimiento para Estados Unidos, la mayoría de los miembros concordó en que éstas se han venido ajustando a la baja y que se anticipa un menor crecimiento económico en 2013 respecto al registrado en 2012. En particular, un miembro especificó que se espera que se observe una importante desaceleración en la actividad industrial de ese país. La mayoría de los miembros señaló que persisten riesgos a la baja para el crecimiento económico de Estados Unidos, en parte asociados con la persistente incertidumbre sobre el proceso de consolidación fiscal. Uno de ellos consideró que este factor podría profundizar la desaceleración económica de ese país a través de un impacto adverso sobre las decisiones de inversión y de consumo, sobre todo de bienes duraderos. Sin embargo, otro miembro expresó que dicha incertidumbre se redujo con los acuerdos fiscales alcanzados recientemente. Algunos miembros indicaron que a lo largo de 2013 se espera un aumento gradual en el ritmo de crecimiento del PIB y de la producción industrial, y uno de ellos afirmó que los pronósticos para la producción industrial se revisaron al alza para 2013 y 2014 y que para este último año las perspectivas de crecimiento han mejorado.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la zona del euro se encuentra en recesión y no ha mostrado señales claras de recuperación, por lo que se espera que la región registre una nueva contracción durante 2013. Un miembro apuntó que se prevé que dicha contracción sea menor a la observada el año anterior y que se anticipa una reactivación en 2014. Sin embargo, otro miembro argumentó que la evolución de estas economías continúa siendo sustentada con medidas expansivas inusitadas, lo que refleja la situación de gran atonía subyacente. La mayoría de los

miembros asoció el desfavorable desempeño de la actividad económica en la región a la incertidumbre que prevalece respecto a los problemas fiscales y del sector financiero, así como al hecho de que sigue latente el riesgo de mayor inestabilidad política ante las medidas de ajuste y las elevadas tasas de desempleo que siguen observándose. En este sentido, un miembro recordó que todavía persisten episodios de volatilidad en los mercados financieros, a lo que otro añadió que la necesidad de un ajuste fiscal sigue siendo un gran lastre para las economías de la región y que el saneamiento requerido de sus sistemas financieros impide que este sector contribuya a impulsar el crecimiento. Agregó que, a pesar de que las autoridades europeas han definido medidas para fortalecer el funcionamiento de la zona en el largo plazo, éstas no se han legislado ni plasmado en un acuerdo formal, por lo que la resolución de los problemas no ha sido tan rápida como se hubiese esperado y aún existen vulnerabilidades.

No obstante, la mayoría de los miembros reconoció que se han logrado avances en la zona del euro derivados de las medidas implementadas por las autoridades, las cuales han inducido un fortalecimiento de la confianza y la eliminación del riesgo de un escenario de fragmentación del euro. En particular, uno de ellos añadió que las medidas expansionistas sin precedentes tomadas por el Banco Central Europeo, aunadas a los avances de corrección estructural, anclan la arquitectura de la zona del euro. Asimismo, otro miembro señaló que el saneamiento y las reformas aplicadas en los países periféricos de la zona han propiciado menor incertidumbre. Agregó que el pago adelantado de una proporción de los préstamos de largo plazo del Banco Central Europeo por parte de muchas instituciones financieras sugiere que éstas enfrentan menores necesidades de liquidez y mayor acceso a financiamiento.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que se anticipa un escenario favorable de inflación mundial en niveles bajos y estables. Lo anterior lo atribuye, en parte, a que no existen presiones al alza sobre los precios de las materias primas, lo cual a su vez se explica por el débil desempeño de la actividad económica de las economías avanzadas. De hecho, un miembro agregó que la inflación en la mayoría de las economías avanzadas ya está por debajo de su objetivo y que existen riesgos a la baja para la inflación. Otro miembro indicó que incluso persiste una situación deflacionaria en estos países.

La mayoría de los miembros sostuvo que se anticipa que en un número importante de economías avanzadas y emergentes la política monetaria continuará siendo acomodaticia, y agregó que incluso se podrían dar relajamientos adicionales. Un miembro añadió que además se ha incrementado la vulnerabilidad de estas economías por lo que algunos miembros indicaron que se ha elevado la probabilidad de un episodio donde diversos países traten de llevar a cabo devaluaciones competitivas. Para el caso particular de Estados Unidos, un miembro mencionó que, en contraste, existe la percepción de una mayor cercanía del inicio del retiro del estímulo monetario en ese país, tema que se ha discutido recientemente en el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos. Destacó que entre los riesgos y costos potenciales del estímulo evaluados por los integrantes de dicho Comité se encuentran tanto una pérdida de confianza respecto a la capacidad de la Reserva Federal de abandonar su actual postura expansiva, como un posible efecto adverso sobre la estabilidad financiera al incentivar una toma excesiva de riesgos. Añadió que algunos integrantes de dicho Comité concluyeron que, a partir de la evaluación de los costos y beneficios del programa de compra de activos, se podría aplicar una reducción o incluso la suspensión del programa antes de que haya una mejora sustancial en las perspectivas del mercado laboral. Sin embargo, otro miembro de la Junta señaló que algunos participantes en el referido Comité han declarado sus intenciones de continuar con una política monetaria acomodaticia, lo cual indicó es congruente con los parámetros de tasas de desempleo e inflación que la propia Reserva Federal ha presentado como guía para actuar y con el hecho de que la tasa de desempleo ha mostrado una clara resistencia a disminuir. Agregó que al separar los componentes de la demanda agregada de Estados Unidos en aquéllos sensibles a la tasa de interés de los que no lo son, se observa que los primeros están mostrando una dinámica relativamente positiva, mientras que los segundos han mostrado una clara tendencia a la baja, como el gasto público y las exportaciones. Así, argumentó que la recuperación económica de Estados Unidos sigue siendo muy dependiente del impulso derivado de la postura de política monetaria aplicada en ese país, por lo que sería de esperarse que dicha postura persista.

En cuanto al crecimiento de las economías emergentes, algunos miembros indicaron que varias de ellas han registrado una desaceleración en sus tasas de expansión, incluyendo a China,

India y Brasil. Uno de ellos agregó que estas economías están ya resintiéndose desde hace algunos meses la debilidad del desempeño económico de las avanzadas, lo que en particular se ha reflejado en una caída generalizada de sus exportaciones. Por el contrario, otro miembro afirmó que se espera una expansión de las economías emergentes, las cuales han registrado recientemente un mayor vigor en su producción industrial, encabezada por los países asiáticos. Por su parte, un miembro señaló que los países emergentes han estado sujetos a entradas masivas de capitales que podrían estar induciendo una sobrevaluación significativa de los precios de algunos activos, incluyendo sus tipos de cambio.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la actividad económica en México ha comenzado a mostrar una desaceleración como reflejo, en parte, del menor dinamismo de la economía mundial, lo cual ha afectado tanto a la demanda externa, como más recientemente a la interna. Sin embargo, un miembro de la Junta argumentó que la economía mexicana mostró una aceleración en el cuarto trimestre de 2012, si se consideran las tasas trimestrales de crecimiento ajustadas por estacionalidad y enfatizó que, con base en tasas anuales, la expansión del producto fue igual a la del tercer trimestre.

Profundizando sobre el comportamiento de la demanda externa, la mayoría de los miembros señaló que recientemente las exportaciones han registrado menores tasas de crecimiento. Uno de ellos especificó que, de hecho, por varios meses éstas han mostrado un estancamiento. En cuanto al gasto interno, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que recientemente se ha observado un menor dinamismo en los indicadores del consumo, sus determinantes, y de la inversión privada. Además, uno de ellos aseveró que el gasto público también muestra un menor crecimiento por factores estacionales y por el hecho de estar al inicio de la administración. Adicionalmente destacó la importancia de considerar que el gobierno tiene como objetivo llevar a equilibrio el balance primario este año, lo cual implica un ajuste al gasto que a su vez tendrá un efecto sobre la demanda agregada. En contraste, otro miembro precisó que se ha observado una reanimación de las ventas de la ANTAD y de otros indicadores del consumo, mientras que la inversión en maquinaria y equipo continuó con su tendencia positiva y expuso que los indicadores prospectivos, tanto manufactureros, como no manufactureros, continúan en zona de expansión.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que las perspectivas de crecimiento para la economía de México en 2013 se mantienen por debajo de la expansión registrada en 2012. Uno de ellos destacó que es muy probable que el crecimiento anual del primer trimestre del año sea el más débil desde que inició la recuperación en 2009. Sin embargo, algunos mencionaron que la expectativa de crecimiento para 2014 es mayor a la de 2013 y similar a lo observado en 2011 y 2012, a lo que uno de ellos agregó que dichas expectativas pueden incluso verse superadas si continúan los avances en las reformas estructurales. En cuanto a los riesgos para el crecimiento de la economía mexicana, un miembro puntualizó que el balance de riesgos se mantiene aproximadamente igual que en la reunión de política monetaria anterior. Sin embargo, la mayoría de los miembros señaló que persisten riesgos a la baja, principalmente debido a la situación económica internacional. En particular, algunos asocian dichos riesgos al proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la economía mexicana ha venido convergiendo ordenadamente hacia su crecimiento potencial, sin que se hayan generado presiones inflacionarias generalizadas en este proceso. De hecho, uno de ellos destacó que esta convergencia se ha venido dando en circunstancias en las que las perspectivas inflacionarias son las mejores que se han tenido en años. En este sentido, señaló que la brecha del producto se encuentra cercana a cero. Asimismo, recalzó que el hecho de que tanto la brecha para los bienes comerciables, como la de los no comerciables, se encuentren ambas en niveles similares y en ambos casos cercanas a cero, sugiere que el proceso de crecimiento ha sido balanceado y que no ha registrado el tipo de desequilibrios que han aquejado a otros países emergentes. Al respecto, algunos miembros recordaron que la brecha del producto no es un indicador suficiente para medir con precisión la fase del ciclo por la cual se está atravesando, sino que su lectura debe complementarse con el análisis de otros indicadores, por ejemplo del mercado laboral y del crediticio, entre otros. En este contexto, la mayoría de los miembros destacó que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral. Algunos enfatizaron que la tasa de desempleo continúa ubicándose en niveles por encima de los observados antes de la crisis y que, de hecho, ha aumentado en los meses recientes. Además, uno de ellos indicó que los incrementos salariales se han mantenido dentro de márgenes relativamente moderados. En cuanto al mercado crediticio, un

miembro mencionó que éste muestra un comportamiento ordenado y otro agregó que actualmente no hay evidencia de un crecimiento no sostenible del crédito al sector privado no financiero. Finalmente, algunos miembros aseveraron que los déficits registrados y esperados en la cuenta corriente son relativamente reducidos, a lo que uno de ellos agregó que éstos son plenamente financiados con fuentes estables de recursos, y que el acervo de reservas internacionales se encuentra en niveles históricamente elevados. Ante dicho entorno, un miembro mencionó que ello le da sostenibilidad a las condiciones favorables que enfrenta la inflación y que, en consecuencia, no es sorprendente la reducción de las primas de riesgo inflacionario.

La mayoría de los miembros de la Junta apuntó que la inflación general anual presentó un repunte en febrero, después de la disminución que había mostrado en los meses previos. La mayoría también señaló que este incremento obedece a una mayor incidencia del componente no subyacente, que había sido anticipado y que se debe principalmente a un efecto de base de comparación muy baja, por lo que se prevé que sea enteramente transitorio. Sin embargo, otro miembro subrayó que la inflación anual nuevamente se ubicó por arriba de la meta, como generalmente ha sucedido desde que se tiene el objetivo de inflación de 3 por ciento, y que su nivel superó las expectativas del mercado. En respuesta, algunos miembros de la Junta recalcaron que la inflación subyacente se encuentra actualmente en niveles muy cercanos al 3 por ciento. En este sentido, uno de ellos sostuvo que este comportamiento se vio apoyado por una menor tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías, en un contexto en el que las cotizaciones internacionales de las principales materias primas han comenzado a disminuir y el tipo de cambio ha registrado una tendencia a la apreciación. La mayoría de los miembros argumentó que, adicionalmente, la variación anual del subíndice subyacente de los servicios, que es el que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación, ha continuado en niveles cercanos a 2 por ciento. Sin embargo, otro miembro afirmó que las tarifas de telecomunicaciones se incrementaron, revirtiendo con notable rapidez el choque transitorio favorable observado el año pasado. Ante esta observación, algunos miembros arguyeron que la reducción en los precios de las telecomunicaciones no sólo refleja un cambio temporal, sino que fundamentalmente una tendencia a la baja determinada por cambios estructurales en el sector ya desde hace algunos

años. Además, algunos miembros subrayaron que si a la inflación de servicios se le excluyen los relacionados con la alimentación y las telecomunicaciones, el indicador se ubica en niveles de alrededor del 3 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que se anticipa que la inflación general anual se incrementa hasta alcanzar niveles de alrededor de 4 por ciento en los próximos meses, para que después retome su trayectoria a la baja para ubicarse muy cerca del 3 por ciento en la segunda parte del año y continuar en esos niveles a lo largo de 2014. Asimismo, la mayoría de los miembros apuntó que se espera que la inflación subyacente se mantenga en niveles muy cercanos al 3 por ciento e, incluso, por debajo de esta cifra en la mayor parte de 2013 y 2014. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta también enfatizó que las expectativas de inflación se han mantenido ancladas. Sin embargo, algunos miembros apuntaron que la inflación esperada para el mediano y el largo plazo por parte de los analistas permanece por arriba de 3 por ciento. Uno de ellos agregó que no se observa una tendencia clara de descenso en este indicador, además de que el perfil de expectativas de inflación anual implícita por mes a 2013 se desplazó hacia arriba. Ante estas afirmaciones, otro miembro recordó que las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercado se encuentran cerca de 3 por ciento, y que dadas las ventajas y desventajas que ofrece cada indicador, es recomendable considerar diversas fuentes para obtener un mejor panorama sobre las expectativas de inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que el balance de riesgos para la inflación en el mediano plazo ha mejorado. En este sentido, algunos miembros mencionaron que la debilidad de la actividad económica mundial y la consecuente trayectoria esperada para las cotizaciones internacionales de las materias primas, podrían contribuir a aliviar presiones inflacionarias en México. Por su parte, un miembro agregó que como riesgo a la baja también destaca la posibilidad de que el crecimiento económico de nuestro país resulte menor que lo anticipado. Por el contrario, otro miembro arguyó que la evaluación de una mejoría en dicho balance debe exponerse con cautela ya que existen nuevos riesgos para la inflación desde la reunión de política monetaria anterior. Recalcó que si bien varios de los factores podrían tener un efecto transitorio, no se deben subestimar y que el Banco Central debe ser prudente y reconocerlos. Así, todos los miembros

de la Junta coincidieron en que, en el corto plazo, existe el riesgo para la inflación de que la influenza aviar pudiera afectar los precios del pollo y el huevo. Por su parte, otro miembro enlistó los siguientes riesgos al alza: posibles incrementos en los precios agropecuarios; un aumento en los precios de los bienes y servicios públicos superior a lo previsto; nuevos episodios de aversión al riesgo, que podrían originarse de problemas en la implementación de medidas en Europa; y, presiones de demanda agregada, debido a que se espera una brecha del producto con una tendencia ascendente. Concluyó que, dado lo anterior, el balance de riesgos para la inflación ha empeorado. Ante estas afirmaciones, otro miembro recordó que es fundamental dimensionar los riesgos, pues si bien siempre es posible hacer una lista de factores que podrían afectar la inflación, lo relevante es utilizar la información disponible para evaluar sus posibles efectos. Finalmente, otro miembro reconoció que aun cuando en el corto plazo puede haber factores que ocasionen volatilidad en la inflación éstos serían transitorios y debieran desvanecerse sin afectar las expectativas de inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la inflación ha venido mostrando un proceso de convergencia hacia su meta, y uno de ellos agregó que el entorno en el cual se ha dado la convergencia implica que las condiciones inflacionarias favorables son sostenibles. En respuesta, algunos miembros argumentaron que la meta de inflación aún no ha sido alcanzada. Uno de ellos aseveró que el análisis de los datos no permite concluir que se ha observado un cambio estructural de la inflación o de sus expectativas y que la convergencia al 3 por ciento parece aún lejana. En este sentido, consideró que, si bien la compensación por inflación y riesgo inflacionario tiene una tendencia a la baja, no parecería indicar que se alcanzará la meta de inflación en pocos años. Adicionalmente, apuntó que en la última década la inflación general no ha exhibido una tendencia clara de descenso hacia el 3 por ciento. Para sostener este argumento, analizó el comportamiento de una serie de indicadores, entre los que se encuentran el componente subyacente, el índice de precios excluyendo alimentos y energía, así como la media truncada de la inflación general y de la inflación subyacente. Finalmente, arguyó que la reciente reducción observada en las tasas de interés de largo plazo podría haberse originado por la fuerte entrada de capitales a México y no necesariamente porque el mercado esté incorporando una baja en la tasa objetivo. Ante

estas aseveraciones, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que se han logrado avances estructurales importantes en el combate a la inflación, los cuales reflejan cambios de largo plazo en el manejo fiscal y monetario. En particular, la mayoría de los miembros destacó los siguientes logros. Primero, arguyó que se ha reducido el nivel de la inflación, su volatilidad y su persistencia. Uno de ellos añadió que la tendencia a la baja en la inflación es muy evidente en las series anualizadas de inflación mensual ajustadas por estacionalidad. Segundo, la mayoría mencionó el hecho de que ante cambios recientes en precios relativos, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, logrando así un bajo traspaso de variaciones del tipo de cambio o de los precios de las materias primas a los precios. Uno de ellos recalcó que tener este bajo traspaso representa una enorme diferencia respecto al pasado sobre cómo funciona el sistema nominal de la economía y es un claro mejoramiento en las características del proceso inflacionario. Tercero, la mayoría también apuntó como avance en el combate a la inflación el anclaje de sus expectativas. Cuarto, la mayoría sostuvo que se ha observado una reducción importante en las tasas de interés y en las primas de riesgo inflacionario. En particular, uno de ellos aseveró que tanto las tasas de interés nominales, como las reales, se han reducido, como se puede observar para el caso de los bonos a largo plazo a tasa fija nominal y en la tasa real asociada a los Udibonos. Asimismo, explicó que la evolución de la curva de rendimientos, tanto en sus niveles como en su pendiente, muestra que los logros en el combate a la inflación ya se han venido incorporando en los rendimientos de más largo plazo. Agregó que las primas de riesgo inflacionario tienen una tendencia decreciente congruente con la evolución reciente de las tasas de interés y con una menor varianza de la inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que si el Banco de México mantiene su tasa de referencia en el nivel actual, dado el considerable relajamiento monetario adicional esperado en un gran número de economías, se observaría un endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias, lo que podría propiciar una entrada desproporcionada de flujos de capital que a su vez podría generar distorsiones en los precios de los activos, incluyendo una apreciación del tipo de cambio. Un miembro añadió que tanto el tipo de cambio nominal, como el real, han sido afectados en el corto plazo por choques de alta frecuencia principalmente asociados a la política monetaria

expansiva de Estados Unidos y a los diferentes episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Otro agregó que una reversión de los capitales que han entrado podría generar una vulnerabilidad que podría afectar la sostenibilidad de la convergencia a la meta de inflación de 3 por ciento.

Desde una perspectiva de más largo plazo, un miembro indicó que existen condiciones que el país está enfrentando que propician una tendencia del tipo de cambio real de México a depreciarse. Aclaró que dichas perturbaciones están relacionadas con los ajustes de largo plazo que necesita la economía de Estados Unidos y que apuntan a que su propio tipo de cambio real se deprecie, en un contexto en el que existe una elevada sincronización entre los ciclos económicos de dicho país y México. Bajo estas circunstancias, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la combinación de política macroeconómica apropiada ante las circunstancias descritas es de un menor déficit fiscal y una disminución en la tasa de interés de referencia de la política monetaria. Así, la mayoría concluyó que es recomendable complementar el menor déficit en las finanzas públicas propuesto por el Ejecutivo Federal y aprobado por el Congreso de la Unión con una reducción de la tasa de interés de referencia de la política monetaria. Esta mayoría afirmó que esto permitiría lograr una mejoría en la postura macroeconómica del país ante el tipo de choques que está enfrentando y lograr el cumplimiento de la meta permanente de inflación de 3 por ciento a un menor costo. En este contexto, la mayoría también argumentó que esta mezcla de políticas reduciría los efectos de la externalidad generada por la expansión monetaria sin precedente prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

Considerando el entorno descrito para la economía mexicana y su balance de riesgos, así como reconociendo los logros de mediano plazo alcanzados hasta ahora en el abatimiento de la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que existe margen para reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día y que una acción de esta naturaleza sería congruente con la continuación del proceso de convergencia de la inflación a su meta. Adicionalmente, un miembro enfatizó que con dicha postura macroeconómica no se pretende reducir la entrada de capitales. En contraposición, un miembro de la Junta subrayó que no es aconsejable disminuir la tasa de referencia ya que se incurriría en riesgos y costos, sin claros beneficios. Argumentó que una reducción

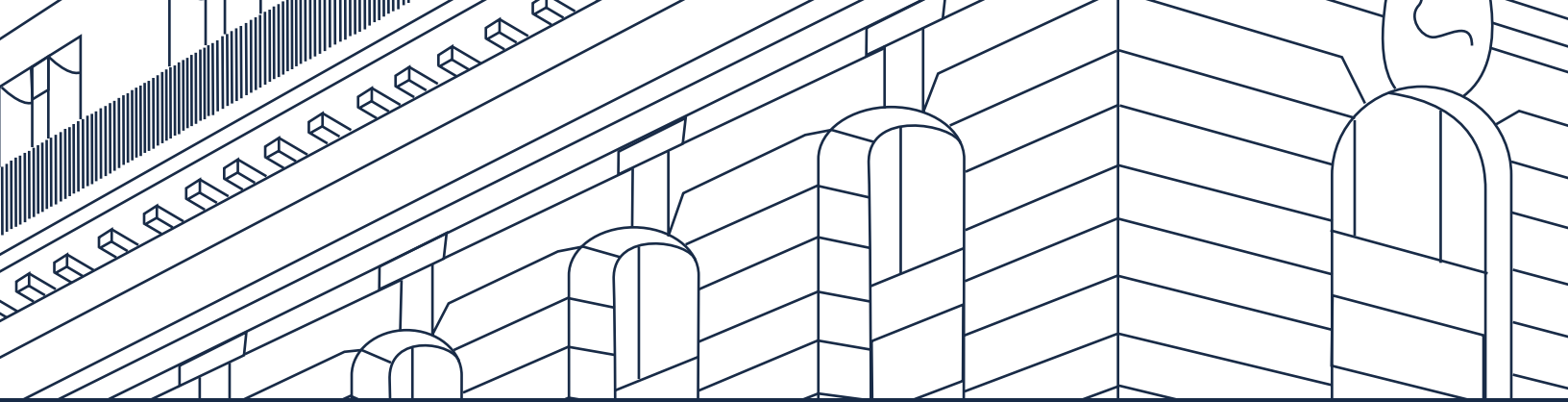
de la tasa de interés no estaría sustentada en la condición establecida en el comunicado de política monetaria anterior de ejecutar dicha acción sólo ante la consolidación de un entorno de inflación baja. Recalcó que si con una tasa de referencia de 4.5 por ciento la inflación no ha convergido a su meta, con una menor tasa es probable que la convergencia resulte aún más difícil de alcanzar. Agregó que una disminución en la tasa de referencia podría enviar una señal de complacencia, afectar la credibilidad de la política monetaria, y daría una razón adicional para la terquedad de las expectativas de inflación de permanecer por arriba del objetivo. Añadió que si surgen presiones inflacionarias, se tendría que ajustar la tasa de interés más drásticamente, lo cual podría entorpecer la marcha de la economía y hacer más costoso el control de la inflación. Ante estas aseveraciones, la mayoría de los miembros agregó que la reducción en la tasa de referencia estaría fundamentada en un análisis detallado y cuidadoso de la dinámica de la inflación, particularmente para el mediano plazo, que es el horizonte en el cual puede tener efecto la política monetaria sobre la inflación. Un miembro añadió que es una obligación del Banco de México alcanzar la convergencia al menor costo posible. La mayoría de los miembros también indicó que con una reducción en la tasa de referencia se facilitaría el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento económico y menor inflación. Enfatizó que dicha acción no significa el comienzo de un ciclo de reducciones en la tasa de referencia, sino un ajuste de una vez por todas en la misma, que reconoce los logros permanentes en el combate a la inflación y cuyos beneficios ya han sido descontados en la parte de mayor plazo de la curva de rendimientos. Al respecto, un miembro enfatizó que ello obedece, en parte, a que la actividad económica ya se encuentra cerca de su nivel potencial. Finalmente, la mayoría aclaró que si bien la reducción de la tasa de referencia sería de una sola vez, en todo momento se evaluará la postura monetaria más adecuada con el entorno económico.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando el entorno descrito para la economía mexicana, la Junta de Gobierno decidió disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.0 por ciento. Esta decisión se adoptó por el voto de cuatro de sus miembros, mientras que el otro miembro votó por mantener dicho objetivo sin cambio en 4.5 por ciento.

Con este cambio se reconocen los logros de mediano plazo en el abatimiento de la inflación y se facilita el ajuste de la economía a un escenario de

menor crecimiento económico e inflación. La Junta considera que esta medida, la cual no representa el inicio de un ciclo de bajas al objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria de referencia, es compatible con una expansión del gasto en la economía acorde con su potencial de crecimiento y con la convergencia de la inflación hacia al objetivo permanente de 3 por ciento. Hacia adelante, la Junta seguirá vigilando la evolución de todos los factores que podrían afectar a la inflación, con el fin de estar en condiciones de alcanzar el objetivo de inflación señalado.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 22 de marzo de 2013

