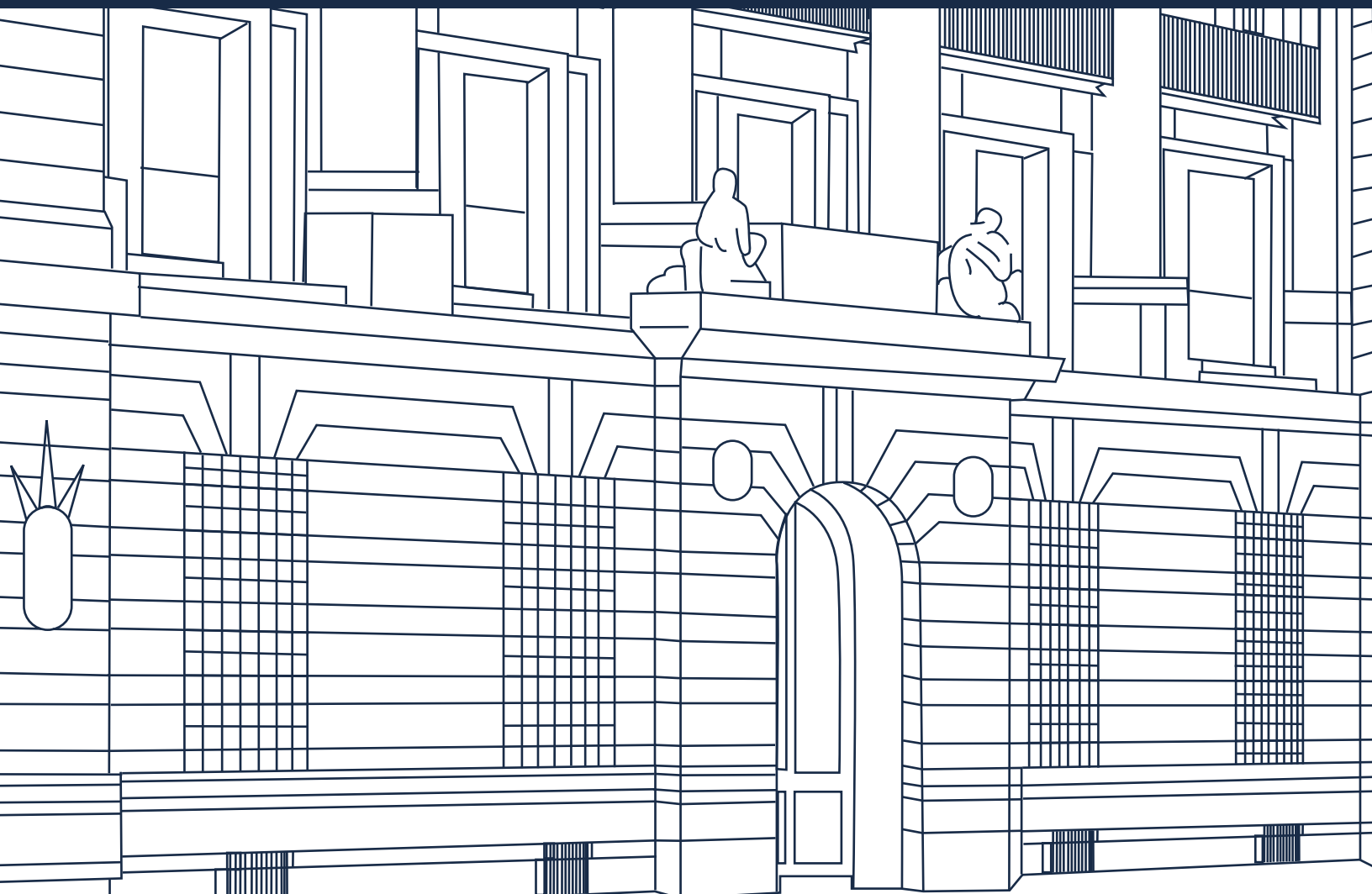




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 21

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 12 de julio 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:** 11 de julio 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.

Lic. Eduardo Cruz Gómez Tagle, Secretario Suplente 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.

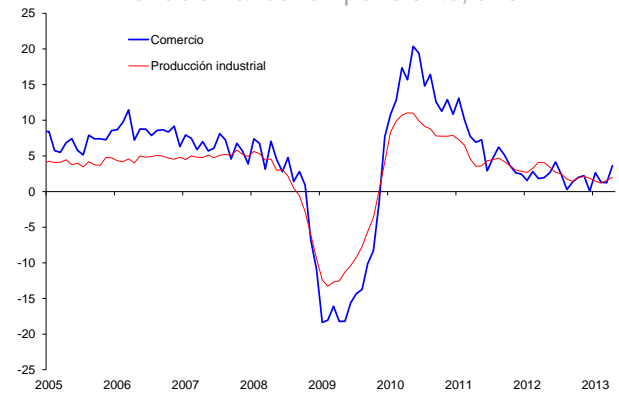
### 2.1. Perspectiva económica internacional

Durante el segundo trimestre de 2013, el crecimiento de la economía mundial continuó presentando una desaceleración, a la vez que persistieron importantes diferencias entre países. En este entorno, el comercio internacional siguió disminuyendo, afectando la actividad industrial a nivel mundial (Gráfica 1).

En Estados Unidos, si bien la actividad industrial se desaceleró marcadamente durante el segundo trimestre, la recuperación económica ha continuado durante este periodo, aunque a un ritmo más lento. El ajuste fiscal ha sido compensado en buena medida por un mayor dinamismo de la demanda

interna del sector privado. Lo anterior se ha reflejado en un mayor gasto de consumo. En particular, el gasto de los hogares se ha venido recuperando, como resultado de un aumento en la riqueza neta, provocado por un incremento en el precio de las viviendas, la recuperación de los índices accionarios y una reducción en la deuda (Gráfica 2). A su vez, el alza de los precios de la vivienda, en combinación con una caída en el acervo de casas no vendidas, ha estimulado la construcción.

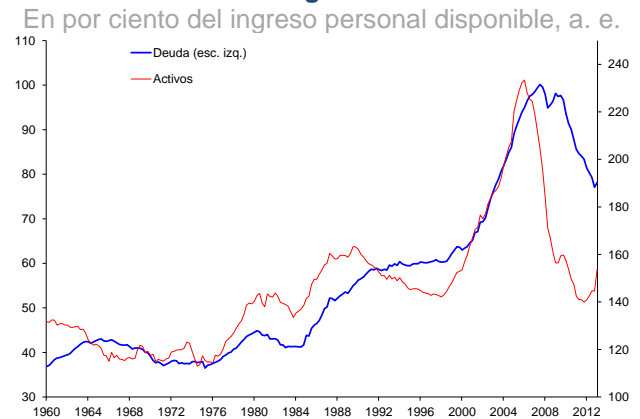
**Gráfica 1**  
**Comercio Mundial y Producción Industrial**  
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

**Gráfica 2**  
**EUA: Activos y Deuda Inmobiliaria de los Hogares**  
En por ciento del ingreso personal disponible, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

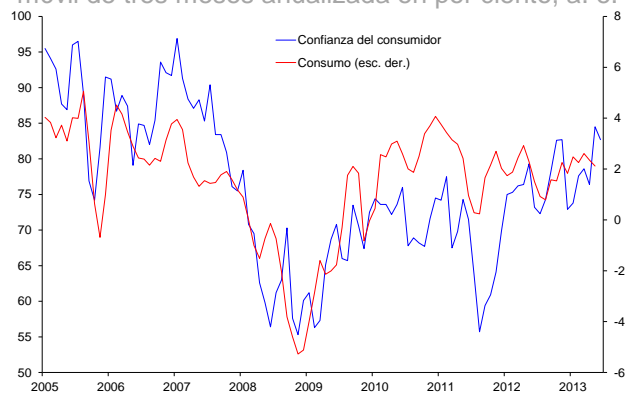
Fuente: Reserva Federal.

Además, el mercado laboral en Estados Unidos ha continuado mostrando mejoría. La nómina no agrícola registró un crecimiento promedio de alrededor de 200 mil empleos en el primer semestre de 2013, comparado con 180 mil plazas en el segundo de 2012. Por su parte, la tasa de desempleo pasó de 7.8 por ciento en diciembre de 2012 a 7.6 por ciento en junio de 2013. Cabe señalar que la disminución de 2.5 puntos porcentuales en la tasa de desempleo desde su máximo alcanzado en octubre de 2009, ha obedecido en gran medida a una caída, de 1.5 puntos porcentuales, en la tasa de participación. Si bien esta tendencia se debe, en parte, a factores demográficos, también responde a factores cíclicos como la salida de la fuerza laboral de trabajadores desalentados por las condiciones del mercado de trabajo.

La mejoría del mercado de vivienda así como el aumento en el empleo han repercutido positivamente en la confianza de los consumidores y han apoyado el gasto de las familias en Estados Unidos (Gráfica 3). El consumo personal se ha mantenido con un crecimiento cercano al 2 por ciento durante el primer semestre de 2013.

**Gráfica 3**  
**EUA: Índice de Confianza del Consumidor y Gasto en Consumo Personal**

Índice y variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses anualizada en por ciento, a. e.



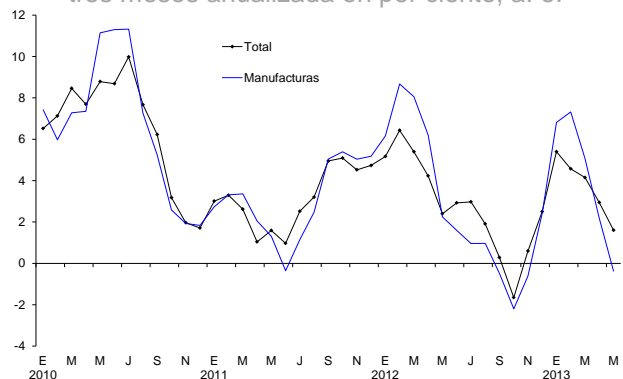
Fuente: BEA, Universidad de Michigan.

Por el contrario, en lo que respecta a la producción industrial en Estados Unidos, después de haber crecido 4.1 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre de 2013, se estima que se haya mantenido prácticamente estancada en el segundo del año. La actividad manufacturera muestra una tendencia similar (Gráfica 4). La debilidad de la producción manufacturera a finales del primer trimestre y principios del segundo obedeció principalmente a una menor demanda

externa y a una desacumulación de inventarios. No obstante, algunos indicadores prospectivos, como los pedidos de planta manufactureros, sugieren un repunte en el segundo semestre del año.

**Gráfica 4**  
**EUA: Producción Industrial**

Variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses anualizada en por ciento, a. e.



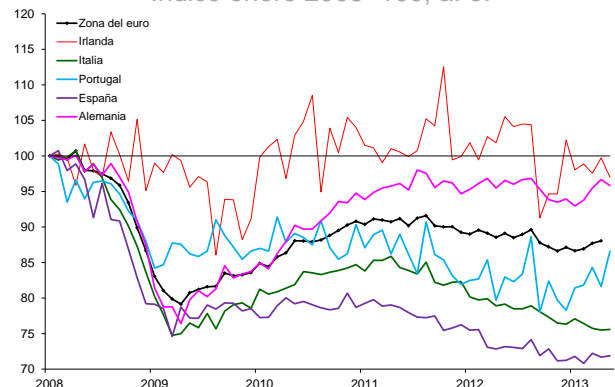
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

En la zona del euro, la actividad económica siguió deprimida, ante la debilidad de los balances de los hogares y las empresas, el proceso de saneamiento del sistema financiero, la consolidación fiscal y la prevalencia de problemas estructurales. La producción industrial continúa muy deprimida, a pesar de un mejor desempeño de la economía en Alemania (Gráfica 5). No obstante, el índice de perspectivas de los gerentes de compras se recuperó en junio por tercer mes consecutivo, lo que apunta a una tasa de contracción más moderada en la economía de la región en los siguientes trimestres.

**Gráfica 5**  
**Zona del Euro: Producción Industrial**

Índice enero 2008=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

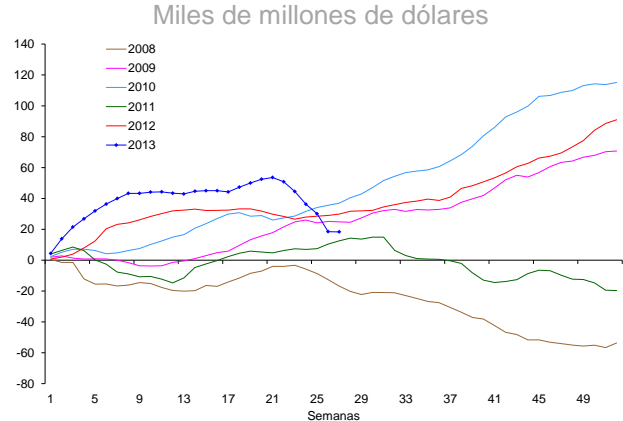
Fuente: Eurostat.

Las medidas implementadas por el Banco Central Europeo (BCE) para incrementar la disponibilidad de liquidez han relajado las condiciones financieras para los países miembros de la zona del euro. Estas menores presiones financieras han coadyuvado para que los bancos, sobre todo de los países de la periferia, reduzcan sus necesidades de financiamiento del BCE. No obstante, se mantiene una elevada fragmentación de los mercados crediticios de la región. Adicionalmente, como ya se mencionó, existe un proceso de desendeudamiento del sector público y privado que seguirá incidiendo negativamente sobre las perspectivas de crecimiento económico de la región.

En las economías emergentes, la actividad industrial durante 2013 ha venido desacelerándose, particularmente en la región de Asia (Gráfica 6). Esta moderación fue provocada por una reducción de la demanda interna y una disminución de las exportaciones. Adicionalmente, en China, la desaceleración de la actividad podría acentuarse debido a las medidas adoptadas por las autoridades para atenuar el crecimiento del crédito.

La percepción de que la Reserva Federal esté considerando reducir su ritmo de compra de activos en los próximos meses, junto con una mayor debilidad de la actividad en las economías emergentes, ha provocado un cambio considerable en la demanda de activos de estos países. En particular, indicadores oportunos de los flujos dedicados de deuda y acciones a las economías emergentes registraron un cambio de tendencia a fines de mayo (Gráfica 7).

**Gráfica 7**  
**Flujo Acumulado a Economías Emergentes**  
**(Acciones y Deuda)<sup>1/</sup>**

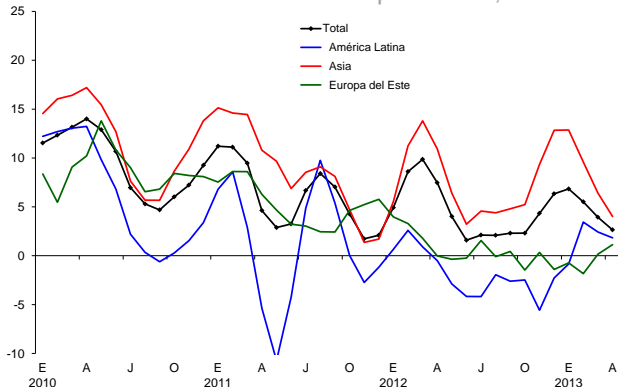


1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el rendimiento de la cartera y variaciones en el tipo de cambio. Fuente: EPFR.

Los precios internacionales de los productos primarios, con excepción del petróleo, continuaron registrando caídas en las últimas semanas debido a factores tanto de demanda, como de oferta. En el caso del petróleo, la disminución en los precios observada hasta la tercera semana de junio, a consecuencia de las menores perspectivas de demanda ante la menor actividad económica global, fue seguida de una fuerte alza motivada por la crisis política en Egipto. Por su parte, los precios de los granos mostraron una nueva caída ante las expectativas de una mayor producción para el próximo ciclo agrícola, lo que generó un incremento en los pronósticos de la razón de inventarios sobre demanda. También destacó la caída de los precios del oro y la plata, en buena medida ante las expectativas de mayores tasas de interés reales en los Estados Unidos. Asimismo, la expectativa de que la actividad económica en China continúe desacelerándose en los siguientes meses incidió negativamente en el precio de los metales industriales.

La inflación permaneció en general en niveles bajos en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, y se espera que se modere en los próximos meses. En Estados Unidos, la inflación general anual pasó de 1.1 por ciento en abril a 1.4 por ciento en mayo, continuando así por debajo del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal de 2 por ciento. El ligero incremento en la inflación reflejó el aumento en los precios de la energía, particularmente los de electricidad y gas natural. Por su parte, en la zona del euro, la inflación

**Gráfica 6**  
**Economías Emergentes: Producción Industrial**  
Variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses anualizada en por ciento, a. e.



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

general anual fue de 1.6 por ciento en junio, luego de situarse en 1.4 por ciento en mayo. De esta manera, la inflación continúa por debajo del objetivo del BCE de una cifra menor pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. En este caso, la recesión económica y el elevado desempleo han contribuido a mantener la inflación en niveles bajos. Por último, la inflación en las economías emergentes se ha mantenido baja en la mayoría de los casos, a lo que ha contribuido la evolución de los precios internacionales de los productos primarios y el menor dinamismo de la actividad económica. Sin embargo, la reciente reversión de los flujos de capitales a estas economías ha resultado en una depreciación de sus monedas, lo que en algunos casos pudiera contribuir a un ligero incremento en la inflación.

Si bien se prevé un panorama de menor inflación en la mayoría de los países, se observan diferencias respecto al desempeño de la actividad económica, lo que ha dado lugar a perspectivas diversas sobre el grado de acomodamiento monetario de los bancos centrales. Como se explicará con detalle más adelante, en un contexto en el que las tasas de interés a nivel mundial comenzaron a elevarse a raíz de los anuncios de la Reserva Federal de que podría reducir el ritmo de adquisición de activos, los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas ofrecieron nueva información respecto a su postura de política monetaria en el futuro (“*Forward Guidance*”). En particular, el BCE y el Banco de Inglaterra señalaron en su último comunicado que esperan mantener una política monetaria acomodaticia por un período prolongado de tiempo y que incluso pudieran relajarla aún más dependiendo de las condiciones que imperen en sus economías. No obstante las acciones de estos bancos centrales, en los mercados financieros internacionales ha predominado el efecto de las consideraciones hechas por la Reserva Federal y en general se ha observado un aumento en las tasas de interés de mayor plazo en todos los mercados. Finalmente, en un entorno de una mayor volatilidad financiera y de debilidad de la actividad económica, no se anticipan cambios significativos en la postura monetaria de la mayoría de las economías emergentes.

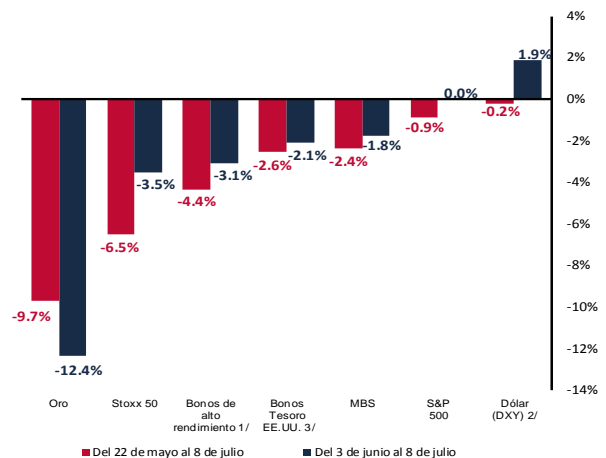
## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La volatilidad de los mercados financieros aumentó significativamente desde el pasado 22 de mayo cuando el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mencionó por primera ocasión que el ritmo de su programa de compra de activos podría disminuir en los próximos meses en respuesta a las mejores expectativas de crecimiento económico en los Estados Unidos. Como ya se mencionó, dicho mensaje se reiteró el pasado 19 de junio cuando, en el marco de la última reunión de política monetaria de la Reserva Federal, su Presidente indicó que si las variables económicas evolucionan como se anticipa, sería apropiado disminuir el ritmo de compras antes de que finalice el año e incluso terminarlo posiblemente a mediados de 2014.

La confirmación del mensaje de la Reserva Federal respecto de una disminución del ritmo de expansión de su balance en los siguientes meses acentuó la volatilidad de los mercados que ya se había registrado desde mayo. Asimismo, ocasionó una nueva caída de los precios de la mayoría de los activos financieros alrededor del mundo (Gráfica 8).

**Gráfica 8**  
Variación porcentual del precio de diversos activos seleccionados



1/ Incluye bonos corporativos y de países emergentes. La duración promedio de la deuda es 5 años.

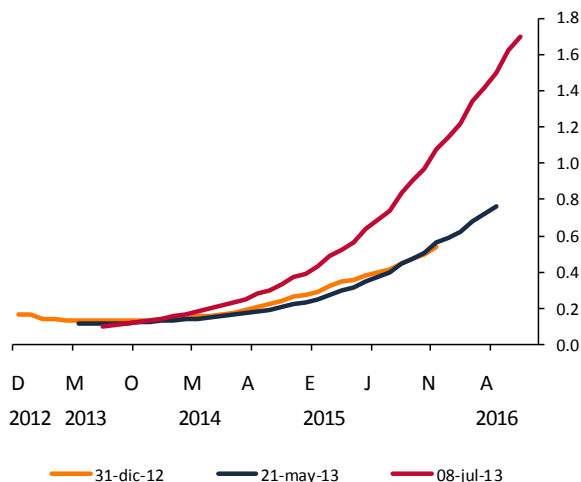
2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base=100.

3/ La duración promedio de los bonos del Tesoro es 6 años  
Fuente: Bloomberg e índices Bank of America / Merrill Lynch

En adición, dicha confirmación también dio lugar a un cambio significativo en las expectativas de analistas respecto al momento en el que la Reserva Federal ajustaría su mencionado programa de compras de activos. De hecho, ahora la mayoría anticipa que dicho programa se modifique tan pronto como en el mes de septiembre, mientras que antes se pensaba que el programa se ajustaría hacia final del año. De igual forma, la curva de futuros de la tasa de fondos federales incorpora actualmente que el primer incremento de la tasa de referencia de la Reserva Federal se dé a mediados de 2015 y no a finales de ese año como se tenía previsto hace algunas semanas (Gráfica 9).

El cambio en las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos ocasionó que las tasas de interés continuaran la tendencia al alza que comenzó en mayo. En efecto, las tasas de instrumentos del Tesoro con plazos a vencimiento mayores a 5 años aumentaron alrededor de 50 puntos base en el último mes, acumulando un incremento de casi un punto porcentual desde mayo pasado (Gráfica 10). Asimismo, la volatilidad implícita en el precio de las opciones sobre instrumentos del Tesoro sugiere que el periodo de volatilidad del mercado de renta fija en Estados Unidos podría continuar en los siguientes meses (Gráfica 11).

**Gráfica 9**  
Estados Unidos: Curva de futuros de la tasa de Fondos Federales  
Porcentaje



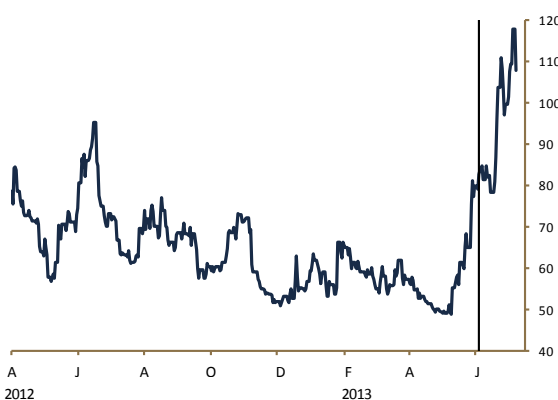
Fuente: Bloomberg

**Gráfica 10**  
Tasa de rendimiento de la nota del Tesoro de los Estados Unidos a plazo de 10 años  
Porcentaje



Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 11**  
Volatilidad implícita anual en los bonos del Tesoro Norteamericano (MOVE)\*  
Puntos Base

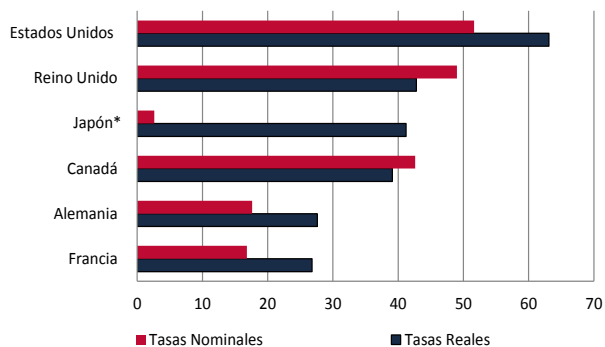


\*MOVE: Merrill Lynch Option Volatility Estimate. Índice de volatilidad implícita de opciones "At the Money" a un plazo de vencimiento de un mes sobre bonos a vencimiento a 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch/BofA.  
Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Bloomberg.

El fuerte incremento de las tasas de interés se extendió también a otros países desarrollados. En concreto, en Alemania, Canadá, Francia y Reino Unido las tasas de interés nominales de bonos gubernamentales a plazo de 10 años aumentaron entre 15 y hasta 50 puntos base de la última reunión de política monetaria del Banco de México a la fecha (Gráfica 12). El hecho de que el diferencial entre tasas de interés nominales y reales continuara disminuyendo en las últimas semanas sugiere que el reciente incremento de las tasas de

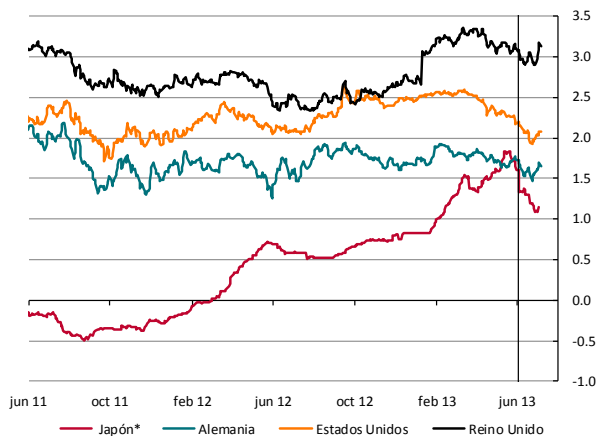
interés no obedece a factores inflacionarios, sino a un ajuste de tasas de interés ante un escenario de menor estímulo monetario en Estados Unidos, entre otros factores (Gráfica 13).

**Gráfica 12**  
Cambio en las tasas de interés de bonos gubernamentales a plazo de 10 años del 3 de junio al 8 de julio  
Puntos Base



\* Se refiere a la tasa real y nominal de 5 años respectivamente  
Fuente: Bloomberg

**Gráfica 13**  
Compensación por inflación medida a través del diferencial entre las tasas nominales y reales de 10 años de países seleccionados  
Porcentaje

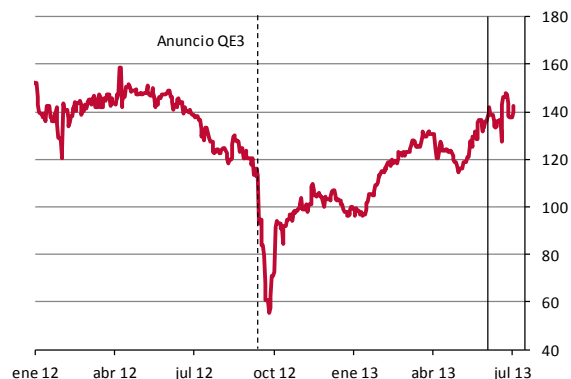


\* Se refiere a la tasa real y nominal de 5 años respectivamente  
Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, la emisión primaria de deuda corporativa disminuyó significativamente en las últimas semanas, al tiempo que los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y los bonos del Tesoro norteamericano se ampliaron

moderadamente. De igual modo, los diferenciales de rendimiento entre los bonos respaldados por flujos de créditos hipotecarios y los bonos gubernamentales continuaron aumentando para alcanzar sus niveles más elevados en el último año (Gráfica 14). Esto último se ha reflejado en un incremento importante de las tasas de interés de las hipotecas que, si bien ha ocasionado una importante disminución en la actividad de los refinanciamientos de los créditos inmobiliarios, no parece –hasta el momento– estar afectando sustancialmente la perspectiva de una recuperación del mercado de vivienda en Estados Unidos (Gráfica 15).

**Gráfica 14**  
Diferencial de rendimiento entre bonos respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro  
Puntos base



La duración de los instrumentos respaldados por hipotecas a 30 años es de aproximadamente 7 años, por lo que la tasa de interés de éstos se compara frente a la tasa de interés de notas del Tesoro con una duración similar.

Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Bloomberg

**Gráfica 15**  
Tasa hipotecaria de 30 años  
Porcentaje



Fuente: Bloomberg

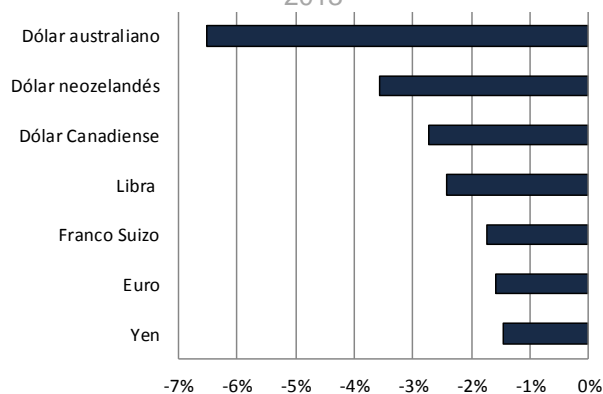
Por otro lado, en los mercados cambiarios el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las principales divisas, especialmente frente a aquéllas de países con divisas con base en las cuales se tomaban posiciones descubiertas en el mercado de dinero de corto plazo. El yen, por su parte, moderó su tendencia de depreciación en las últimas semanas ante la expectativa de que, por el momento, el Banco de Japón no lleve a cabo una relajación adicional de su política monetaria (Gráfica 16).

En cuanto a los mercados de renta variable, se observaron fuertes ajustes a la baja de los índices accionarios, principalmente en Europa y China (Gráfica 17).

Finalmente, cabe destacar que, en respuesta al deterioro de las condiciones en los mercados financieros, oficiales de diversos bancos centrales enfatizaron que no se ha restringido la política monetaria en países desarrollados. En este sentido, varios presidentes de bancos regionales de la Reserva Federal indicaron que las posibles modificaciones a su programa de compra de activos no representarían una restricción de la política monetaria al mantenerse el importante impulso proporcionado por el mayor tamaño del balance del banco central y que las tasas de interés de referencia podrían mantenerse muy bajas por un tiempo considerable, incluso después de que terminen el programa de compra de activos. Por su parte, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra indicaron que el reciente incremento de las tasas de interés de mercado no guarda congruencia con la evolución de sus respectivas economías. Además, como ya se mencionó, ambos bancos centrales señalaron en sus últimos comunicados de política monetaria que mantendrán una política monetaria muy laxa en el futuro previsible e incluso que podría relajarse aún más.

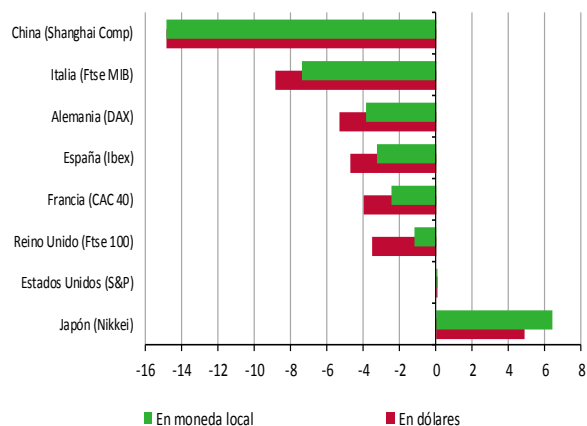
De cualquier modo, la reciente inestabilidad de los mercados financieros pone en evidencia la elevada sensibilidad de éstos a cualquier indicio de un menor estímulo monetario y su dependencia a las condiciones de abundante liquidez que han prevalecido en el mundo durante los últimos años.

**Gráfica 16**  
**Rendimiento de las principales divisas**  
Cambio porcentual del 3 de junio al 8 de julio de 2013



Fuente: Bloomberg

**Gráfica 17**  
**Variación porcentual de índices accionarios seleccionados**  
Porcentaje (Del 3 de junio al 8 de julio de 2013)



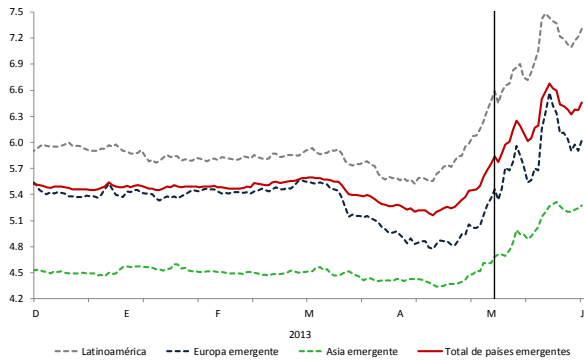
Fuente: Bloomberg

## 2.2.2. Mercados emergentes

Como en el caso de las economías avanzadas, en los países emergentes la evolución de los precios de los activos financieros fue negativa. Lo anterior, por la expectativa respecto a una próxima reducción en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal. Así, de la última reunión de política monetaria del Banco de México a la fecha, los rendimientos de los bonos gubernamentales en los países emergentes registraron alzas importantes en la mayoría de sus plazos, particularmente los de mediano y largo plazo, sus índices accionarios presentaron pérdidas generalizadas y las cotizaciones de sus divisas frente al dólar mostraron depreciaciones que fluctuaron entre el 1% y el 6% (Gráfica 18, Gráfica 19, y Gráfica 20).

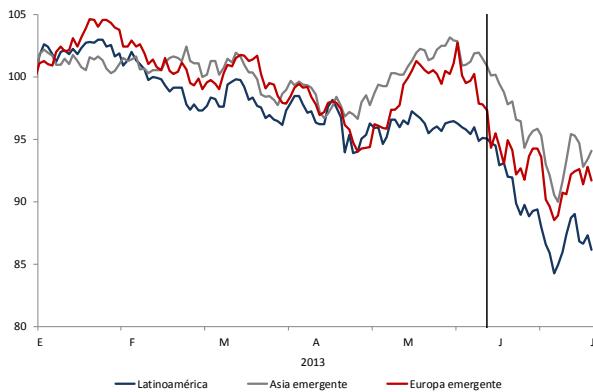


**Gráfica 18**  
**Tasas de Rendimiento de Bonos Gubernamentales en Moneda Local de Países Emergentes por Región**  
 Por ciento



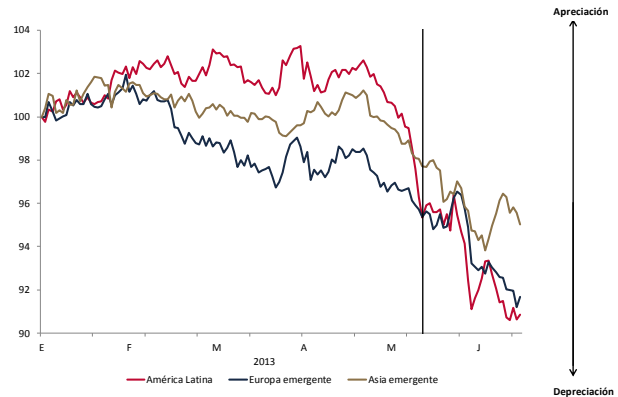
Se muestra el rendimiento (YTM) del índice de bonos soberanos de países emergentes denominados en moneda local de JPMorgan GBI-EM para países con calificación crediticia de BBB+/Baa2. Solo se consideran bonos a tasa fija con vencimiento mayor a trece meses. Incluye a los siguientes países en Latinoamérica: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

**Gráfica 19**  
**Desempeño de los Índices Accionarios MSCI de Países Emergentes en Moneda Local**  
 Índice (Base enero 2013 = 100)



Los índices accionarios MSCI de países emergentes consideran por región a los siguientes países: en Latinoamérica a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; en Europa emergente a República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, Egipto, Marruecos y Sudáfrica; y en Asia emergente a China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.  
 Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Bloomberg.

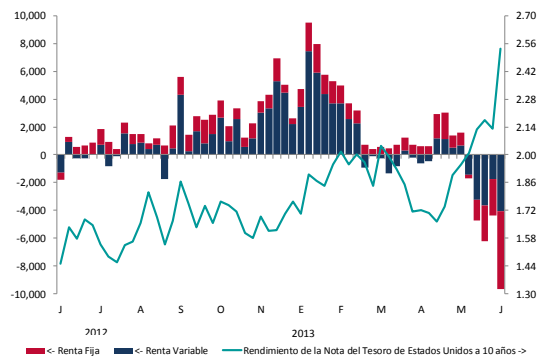
**Gráfica 20**  
**Desempeño por Región de las Divisas de Países Emergentes frente al Dólar**  
 Índice (Base enero 2013 = 100)



Nota: Los índices por región están ponderados de acuerdo al tamaño de su economía. Las regiones se encuentran conformadas de la siguiente forma: Latinoamérica incluye a México, Brasil, Chile y Colombia; Europa emergente a Rusia, Turquía, Polonia y Rep. Checa; y Asia emergente a India, Indonesia, Corea del Sur y Tailandia.  
 Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Bloomberg.

Desde mayo a la fecha se observó una reducción muy importante en las posiciones largas en divisas de países emergentes por parte de inversionistas internacionales. Dichas posiciones habían sido construidas como una estrategia de inversión para buscar obtener mayores rendimientos y con ello tratar de compensar el bajo nivel de las tasas de interés en los mercados desarrollados. Por consiguiente, se observaron flujos de salida de inversionistas extranjeros de los mercados accionarios y de renta fija de los países emergentes, así como una reducción notoria en las posiciones largas de varias de estas divisas frente al dólar (Gráfica 21).

**Gráfica 21**  
**Flujos Semanales de Fondos Dedicados a Mercados Emergentes**  
 Millones de dólares, tasa de rendimiento



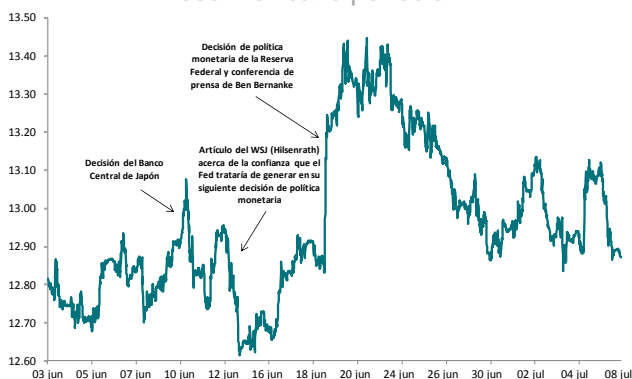
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research y Bloomberg.

### 2.2.3. Mercados en México

Los mercados financieros mexicanos también reaccionaron sensiblemente ante la magnitud del ajuste que provocó el cambio en el discurso respecto al próximo ajuste en la política monetaria en Estados Unidos. No obstante, y a pesar de la mayor volatilidad de los mercados financieros globales, las condiciones de operación en los mercados nacionales fueron adecuadas, manteniéndose un grado de liquidez apropiado.

En el mercado cambiario el peso continuó con la depreciación que se observó desde principios de mayo, llegando a alcanzar niveles máximos de hasta 13.46 pesos por dólar, pero finalizando el periodo de análisis en 12.90 pesos por dólar. Esta variación representó una depreciación de 0.90% respecto a la fecha en que se celebró la última reunión de política monetaria (Gráfica 22).

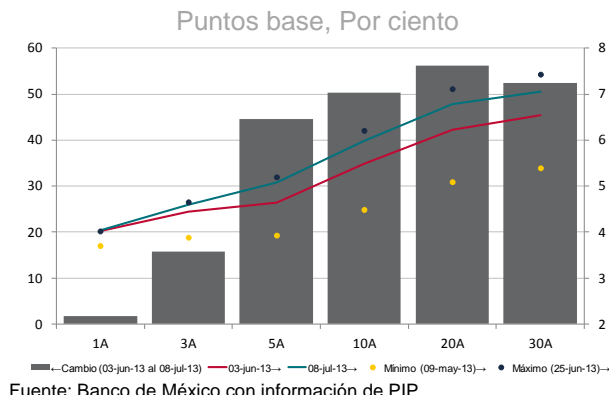
**Gráfica 22**  
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar  
Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

En el mercado de dinero, las tasas de interés de largo plazo presentaron incrementos de hasta 50 puntos base, mientras que las de corto plazo mostraron pocos cambios ante la expectativa de que la tasa de referencia del Banco de México se mantenga sin cambio durante el resto del año (Gráfica 23). Cabe destacar que durante los dos últimos meses el ajuste a la alza en la curva de rendimientos ha sido importante (alrededor de 150 puntos base en los plazos más largos), con lo cual se ubica en niveles similares a los observados en mayo de 2012.

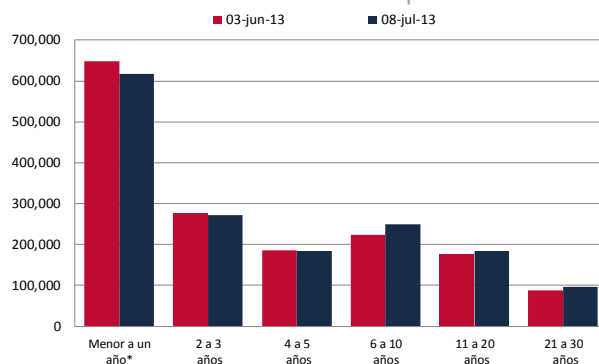
**Gráfica 23**  
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales



Fuente: Banco de México con información de PIP.

Hasta el momento, la información apunta a que sólo los inversionistas con horizontes de inversión de corto plazo han reducido sus tenencias de instrumentos denominados en pesos. Al respecto, destaca la disminución de las posiciones largas en pesos en el mercado de futuros de Chicago la cual en los últimos dos meses se redujo en 5,666 millones de dólares. Lo anterior contrasta con el ligero incremento en la tenencia en los bonos de mediano y largo plazo tanto de los inversionistas extranjeros como de las Siefores (Gráfica 24 y Gráfica 25), lo cual es un reflejo de la confianza en la solidez macroeconómica de México.

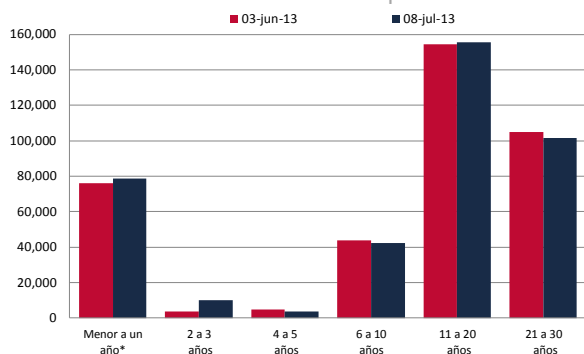
**Gráfica 24**  
Cambio en Tenencia de Cetes y Bonos Gubernamentales de Extranjeros  
Saldos en millones de pesos



\*Incluye Cetes.  
Fuente: Banco de México

**Gráfica 25**  
**Cambio en Tenencia de Cetes y Bonos**  
**Gubernamentales de Siefres**

Saldos en millones de pesos



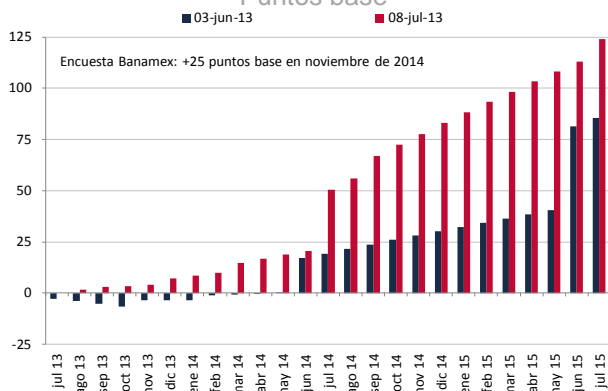
\*Incluye Cetes.

Fuente: Banco de México

Finalmente, las tasas de corto plazo implícitas en la estructura de la curva de rendimiento ahora anticipan que el siguiente movimiento de la tasa de referencia del Banco de México será un alza de 25 puntos base hacia el final del primer semestre de 2014 (Gráfica 26). Lo anterior coincide con la opinión de la mayoría de los principales analistas económicos.

**Gráfica 26**  
**Movimientos de la Tasa Objetiva Implícita en la**  
**Curva de Tasas de TIIE de 28 días**

Puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

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

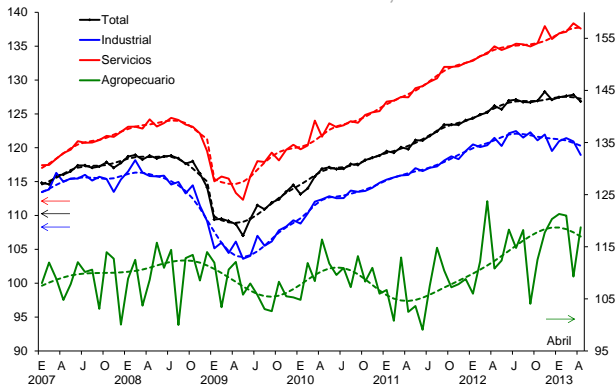
### 2.3.1. Actividad económica

La desaceleración que la actividad económica en México ha venido presentando desde la segunda mitad de 2012 parecería haberse acentuado en el segundo trimestre de 2013 (Gráfica 27). Esto, derivado principalmente de una serie de choques adversos que han afectado su evolución. En particular:

- i. El entorno de bajo crecimiento de la actividad económica y el comercio mundial ha conducido a una disminución de la demanda externa que enfrenta México desde la segunda mitad de 2012. En este contexto, también destaca que el relativo repunte de la producción industrial estadounidense que tuvo lugar a finales de 2012 y principios de 2013 no parecería haber repercutido en un mayor crecimiento de las exportaciones manufactureras mexicanas dirigidas a ese país. Esto, a su vez, parecería reflejar el hecho de que la expansión de la producción manufacturera estadounidense se derivó del comportamiento de ciertos sectores que están relativamente menos vinculados con las exportaciones mexicanas.
- ii. La apreciación del tipo de cambio real que se presentó hasta mediados de mayo del año en curso podría haber conducido a un mayor deterioro en la producción de bienes comerciables que el implícito de un menor impulso proveniente de la demanda externa.
- iii. Adicionalmente, como parte del proceso de consolidación fiscal previsto para el año, el menor dinamismo del gasto público se ha visto reflejado en la demanda interna.
- iv. El desempeño que ha exhibido el sector vivienda ha exacerbado la pérdida de dinamismo de la industria de la construcción.

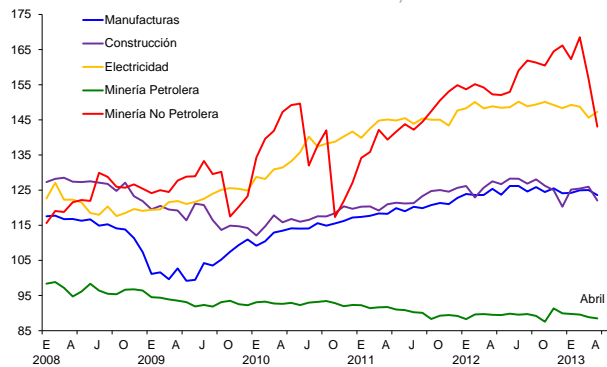
Como consecuencia de los elementos anteriores, tanto la demanda externa, como la interna, continúan mostrando señales de debilidad, lo cual se reflejó en una importante desaceleración de la actividad industrial, en especial en lo relacionado con la producción del sector manufacturero y de la construcción (Gráfica 28). Por su parte, en el sector servicios, en especial aquéllos más ligados a la actividad industrial, también se ha observado una gradual pérdida de dinamismo.

**Gráfica 27**  
**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.

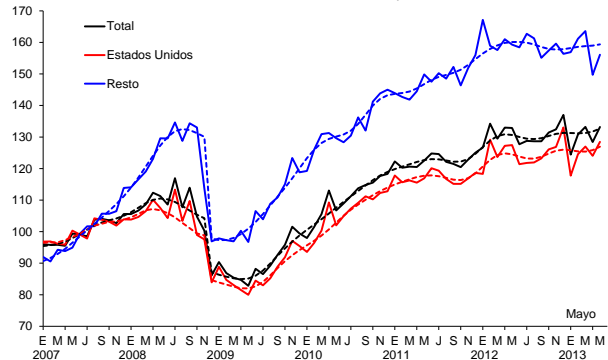
**Gráfica 28**  
**Actividad Industrial**  
 Índices 2003 = 100, a. e.



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

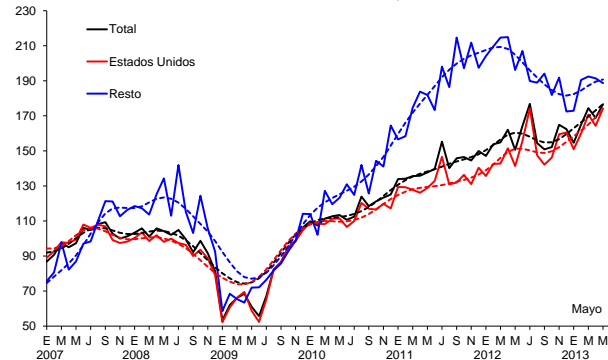
Profundizando en lo anterior, en un contexto de atonía en la demanda externa que enfrenta México, el estancamiento que han registrado las exportaciones manufactureras en los últimos meses se derivó tanto del comportamiento desfavorable de las exportaciones no automotrices, como del de las exportaciones automotrices dirigidas a mercados distintos de Estados Unidos (Gráfica 29 y Gráfica 30).

**Gráfica 29**  
**Exportaciones Manufactureras No Automotrices**  
 Índices 2007 =100, a. e.



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

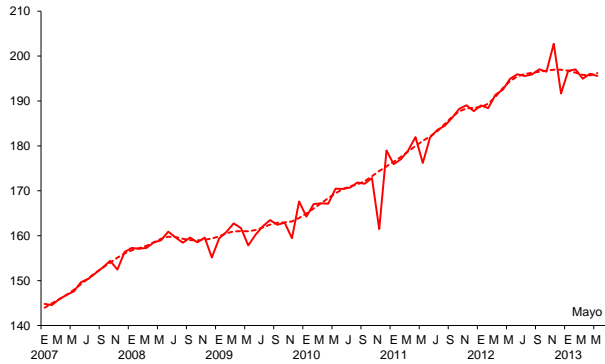
**Gráfica 30**  
**Exportaciones Manufactureras Automotrices**  
 Índices 2007 =100, a. e.



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

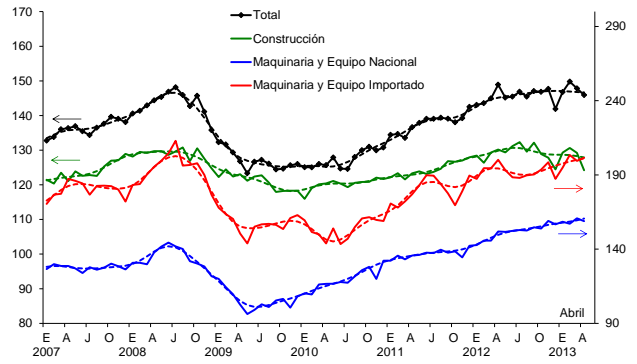
Los indicadores sobre el comportamiento de la demanda interna sugieren que ésta continuó mostrando una desaceleración durante el segundo trimestre de 2013. En lo que corresponde al consumo privado, destaca que en meses recientes tanto las ventas de la ANTAD, como las ventas al menudeo y mayoreo en establecimientos comerciales, siguieron exhibiendo una trayectoria negativa (Gráfica 31 y Gráfica 32). Asimismo, algunos determinantes del consumo continuaron registrando un débil desempeño durante el segundo trimestre del año, entre estos, las remesas.

**Gráfica 31**  
**Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD**  
Índice 2003 =100, a. e.



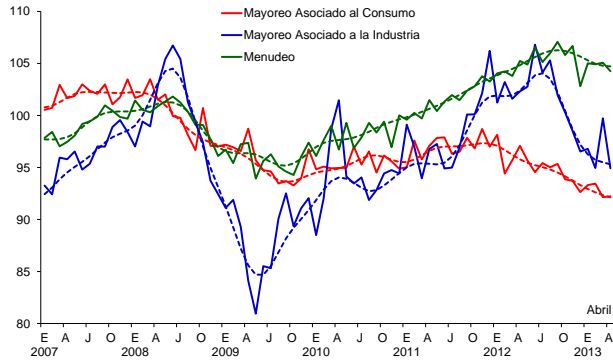
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

**Gráfica 33**  
**Inversión y sus Componentes**  
Índices 2003=100, a. e.



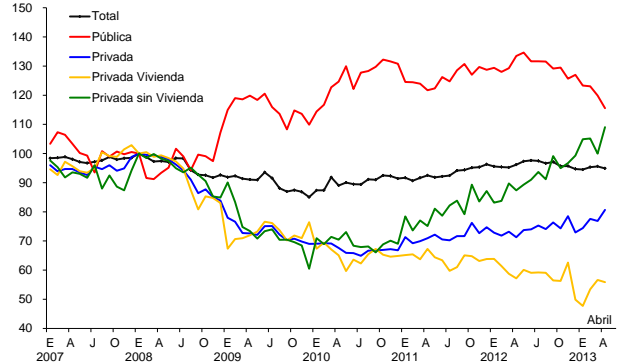
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 32**  
**Ventas en los Establecimientos Comerciales**  
Índices 2008 =100, a. e.



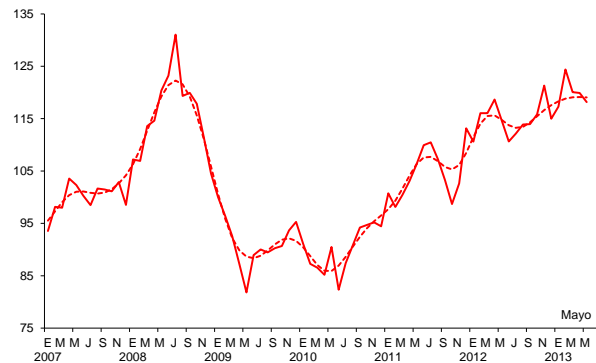
1/ Incluye a los subsectores alimentos, bebidas y tabaco; productos textiles y calzado, y productos farmacéuticos, de perfumería, accesorios de vestir, artículos para el esparcimiento, y electrodomésticos.  
2/ Incluye materias primas agropecuarias, para la industria y materiales de desecho; maquinaria, 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 34**  
**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 35**  
**Importaciones de Bienes de Capital**  
Índices 2007 = 100, a. e.

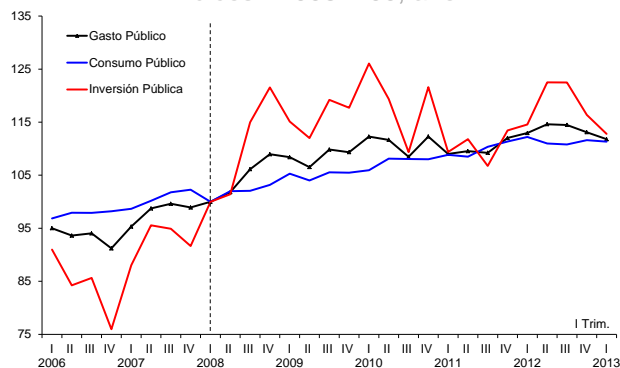


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Banco de México.

En cuanto a la inversión fija bruta, la información más oportuna indica que ésta continuó desacelerándose en el segundo trimestre del año. Este comportamiento reflejó, en buena medida, el estancamiento del sector de la construcción el cual, a su vez, se deriva de la pérdida de dinamismo de la construcción pública y de la debilidad en el sector de vivienda (Gráfica 33 y Gráfica 34). Las importaciones de bienes de capital también han presentado un menor ritmo de crecimiento en relación al observado en los primeros meses del año (Gráfica 35).

Finalmente, como parte del esfuerzo de consolidación fiscal, el paquete económico para 2013 contempla una reducción anual en términos reales del gasto público. Aunado a lo anterior, el menor dinamismo que usualmente se presenta al inicio de cada Administración en el ejercicio del gasto se vio reflejado tanto en el rubro de consumo, como en el de la inversión del sector público (Gráfica 36).

**Gráfica 36**  
**Gasto Público y sus Componentes**  
Índices I-2008=100, a. e.



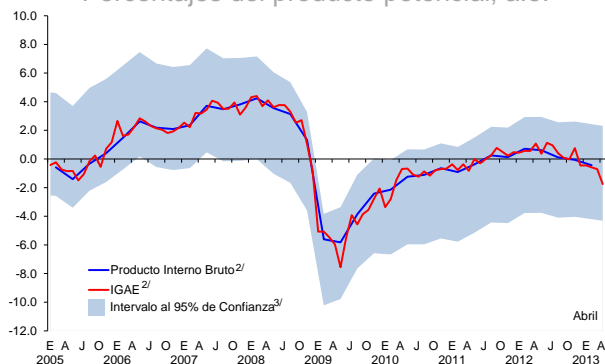
a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La desaceleración de la economía ha conducido a que no se registraran presiones de demanda en los mercados de los principales insumos para la producción. En particular, la brecha del producto ha permanecido en niveles cercanos a cero y, de hecho, ha mostrado una tendencia negativa (Gráfica 37), en tanto que se ha observado un mayor grado de holgura en el mercado laboral.

**Gráfica 37**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

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

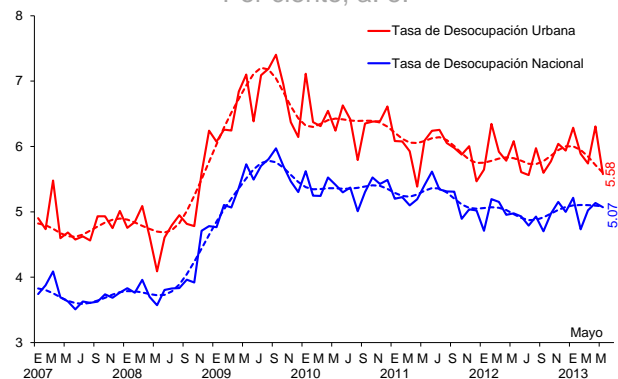
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

En efecto, en el último trimestre se observó un nuevo deterioro en los niveles de las tasas de desocupación nacional, así como en la composición de los desocupados (Gráfica 38 y Gráfica 39). En relación a esto último, destaca que se ha incrementado la fracción de trabajadores desempleados que perdió su empleo, en comparación con la de aquéllos que renunciaron al mismo.

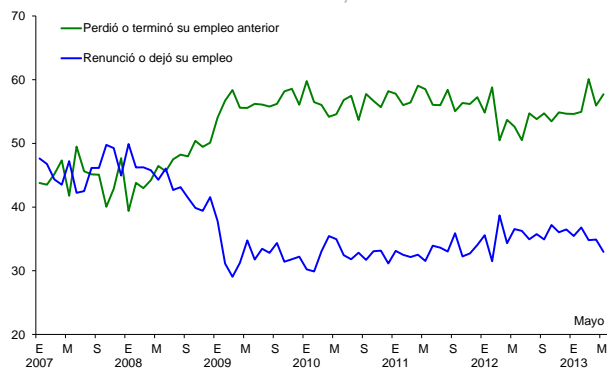
**Gráfica 38**  
**Tasas de Desocupación Nacional y Urbana**  
Por ciento, a. e.



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

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

**Gráfica 39**  
**Población Desocupada con Experiencia<sup>1/</sup>**  
Por ciento, a. e.



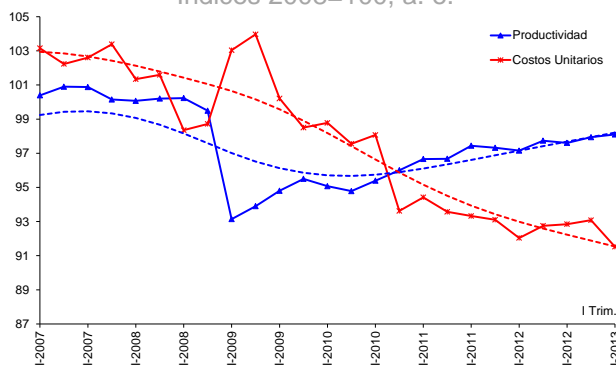
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

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

En este contexto, se ha observado una moderación en los incrementos salariales, lo cual, en combinación con la tendencia que ha presentado la productividad media del trabajo, condujo a que los costos unitarios de la mano de obra se hayan mantenido en niveles bajos (Gráfica 40).

**Gráfica 40**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía<sup>1/</sup>**  
Índices 2008=100, a. e.



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

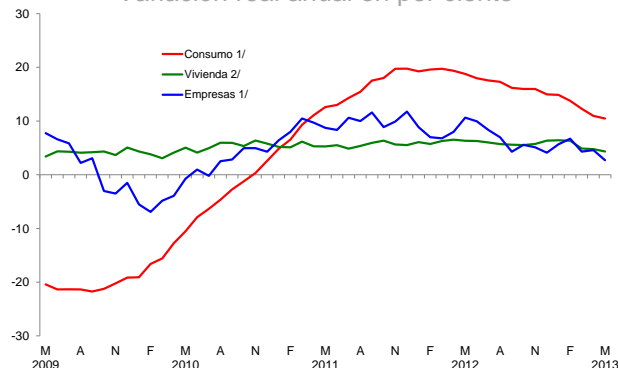
1/ Los datos a partir de 2010 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.

Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México a partir de información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo y del SCNM, INEGI.

Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado expandiéndose a un ritmo similar al observado en meses recientes, lo que parecería haber servido para atenuar los diversos choques que han moderado el ritmo de expansión de la actividad productiva (Gráfica 41). Las empresas han seguido financiándose a través de

los mercados de deuda y crédito bancario. Los hogares también han continuado accediendo al crédito, si bien las carteras de crédito hipotecario y al consumo han venido disminuyendo su ritmo de expansión. En este contexto, las tasas de interés han permanecido en niveles estables, mientras que los índices de morosidad de las carteras de crédito han mostrado un moderado deterioro. No obstante, los diversos indicadores sugieren la ausencia de problemas generalizados de impago. Así, no se observan señales de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

**Gráfica 41**  
**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.

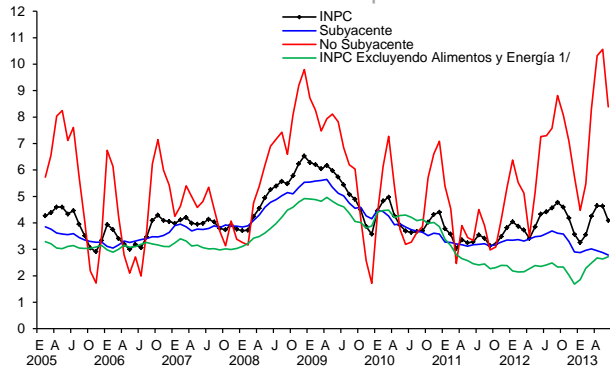
### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Acorde con lo previsto por el Banco de México, la inflación general anual inició una tendencia descendente a partir de mayo. Ello como reflejo de la dinámica del componente no subyacente, en el cual comenzaron a revertirse los efectos de los choques transitorios que entre marzo y mayo elevaron su variación anual a los niveles más altos observados en casi una década. Por su parte, la inflación subyacente continuó registrando niveles inferiores al 3 por ciento con una moderada trayectoria a la baja. Asimismo, una definición de la inflación subyacente anual igual a la que se utiliza en varios países, como es el caso de Estados Unidos, la cual excluye alimentos consumidos dentro y fuera de casa y energéticos, también se mantiene en niveles estables por debajo de 3 por ciento.

En junio de 2013 la inflación general anual se ubicó en 4.09 por ciento, cifra 0.63 puntos porcentuales menor al dato correspondiente a la primera quincena de mayo de 2013, de 4.72 por ciento

(Gráfica 42 y Cuadro 1). En lo que corresponde a la inflación no subyacente anual, ésta disminuyó de 10.91 por ciento en la primera quincena de mayo a 8.39 por ciento en junio de 2013 (Gráfica 42 y Cuadro 1). Este comportamiento fue influido, en lo principal, por la evolución del subíndice de precios de los productos agropecuarios, cuya tasa de crecimiento anual disminuyó en el lapso referido de 16.13 a 8.99 por ciento. Ello debido a que comenzaron a diluirse los efectos de dos choques: i) afectaciones climáticas que redujeron la producción de algunas frutas y verduras; y ii) brotes de influenza aviar que impactaron la oferta de productos avícolas. Además, también ha contribuido la dilución de los efectos aritméticos asociados a una baja base de comparación en el grupo de las frutas y las verduras. En lo que toca al subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, su variación anual pasó de 7.82 a 8.06 por ciento en el periodo señalado. En este último indicador destacó la mayor contribución de las tarifas de transporte urbano, que fueron revisadas en el Estado de México y Michoacán (Cuadro 1).

**Gráfica 42**  
Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento

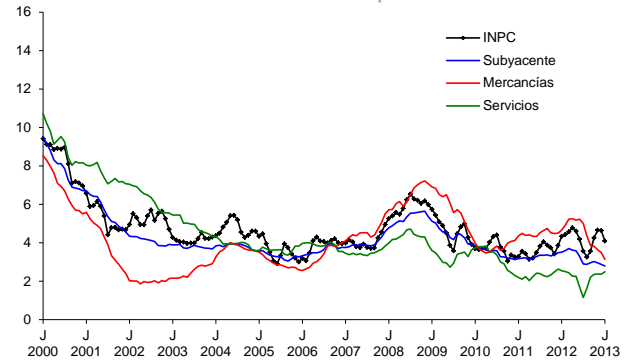


1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.  
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se redujo de 2.89 a 2.79 por ciento entre la primera quincena de mayo y junio de 2013 (Gráfica 43 y Cuadro 1). Así, este indicador, que se ha mantenido por debajo de 3 por ciento la mayor parte del año, continúa con una moderada tendencia descendente, la cual ha sido determinada, en lo principal, por la dinámica del subíndice de precios subyacente de las mercancías, cuya variación anual pasó de 3.54 por ciento en la primera quincena de mayo a 3.14 por ciento durante junio. En lo que se refiere a la tasa

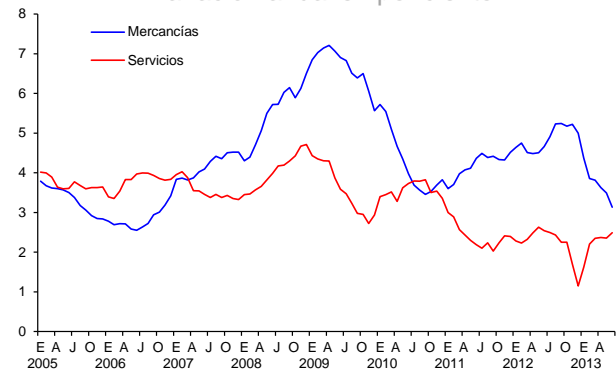
de crecimiento del subíndice de precios subyacente de los servicios, ésta continúa en niveles considerablemente por debajo de 3 por ciento, si bien se incrementó de 2.34 a 2.49 por ciento en el periodo referido (Gráfica 44 y Cuadro 1).

**Gráfica 43**  
Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 44**  
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios  
Variación anual en por ciento



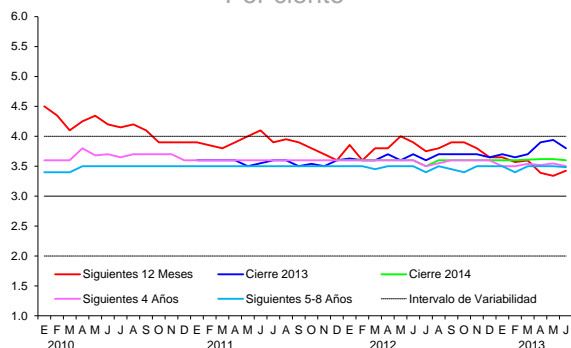
Fuente: Banco de México e INEGI.

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 una disminución de 3.94 a 3.80 por ciento entre mayo y junio de 2013. Este cambio a la baja fue resultado de la disminución de la mediana de las expectativas de la inflación subyacente de 3.21 a 3.10 por ciento, así como del decremento que registró la expectativa para la inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores, la cual pasó de 6.44 a 6.20 por ciento (Gráfica 45).



Para horizontes de mediano y largo plazo, las expectativas de inflación se mantuvieron estables. Con respecto a la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2014, ésta se mantuvo estable en 3.60 por ciento. Lo anterior es resultado de que la mediana de las expectativas de inflación subyacente se mantuvo en 3.20 por ciento en ambas encuestas y que la expectativa para la inflación no subyacente implícita en dichas medianas disminuyó de 5.06 a 4.97 por ciento. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación para los siguientes 4 años y aquélla para los próximos 5 a 8 años se mantuvieron estables alrededor de 3.5 por ciento. (Gráfica 45).

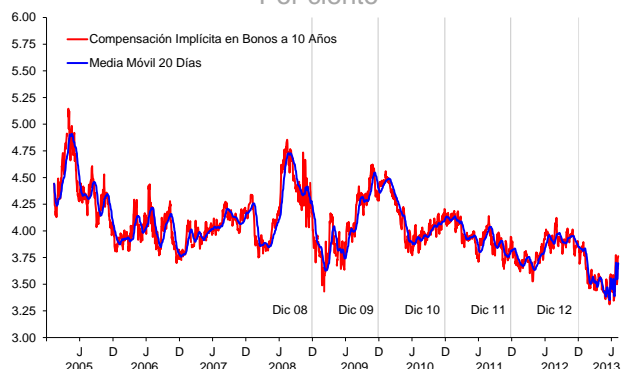
**Gráfica 45**  
**Mediana de las Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes**  
Por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas del Banco de México.

De manera complementaria a la información obtenida 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. Aun cuando la volatilidad de este indicador se ha visto afectada por las condiciones en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas, se ha ubicado alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 46). Dado que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo, si bien reducido, se infiere que las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en este indicador se encuentran por debajo de dicho nivel y cerca de 3 por ciento.

**Gráfica 46**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en México<sup>1/</sup>**  
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.

Finalmente, considerando que la inflación general anual ha mostrado una evolución acorde con lo anticipado, el pronóstico sobre el indicador para el resto de 2013 y 2014 estima que la inflación general anual se encuentre entre 3 y 4 por ciento durante la segunda parte de 2013, en particular, cerca del punto medio de dicho intervalo durante el cuarto trimestre, y que en 2014 se sitúe en niveles muy cercanos al 3 por ciento. Por su parte, para la inflación subyacente anual se prevé que se ubique por debajo de dicha cifra en el horizonte de pronóstico.

La dinámica esperada para la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos, entre los que destacan al alza: i) condiciones climáticas o sanitarias adversas que afecten los precios de productos agropecuarios; ii) nuevos ajustes en precios públicos; y, iii) mayor volatilidad cambiaría ante las nuevas condiciones en los mercados financieros internacionales. Como riesgo a la baja sobresale la posibilidad de que la débil evolución de la actividad económica en México dé lugar a presiones a la baja por el lado de la demanda.

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

Concepto	Diciembre 2012	Mayo 1q 2013	Junio 2013
<b>INPC</b>	<b>3.57</b>	<b>4.72</b>	<b>4.09</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.90</b>	<b>2.89</b>	<b>2.79</b>
<b>Mercancías</b>	<b>5.00</b>	<b>3.54</b>	<b>3.14</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.11	4.38	3.94
Mercancías no Alimenticias	4.13	2.87	2.49
<b>Servicios</b>	<b>1.15</b>	<b>2.34</b>	<b>2.49</b>
Vivienda	2.05	2.13	2.21
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.48	4.34
Otros Servicios	-0.72	1.94	2.24
<b>No Subyacente</b>	<b>5.74</b>	<b>10.91</b>	<b>8.39</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>9.18</b>	<b>16.13</b>	<b>8.99</b>
Frutas y Verduras	2.90	19.09	-1.22
Pecuarios	13.22	14.33	15.38
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>3.84</b>	<b>7.82</b>	<b>8.06</b>
Energéticos	5.62	8.34	8.36
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.45	6.53	7.15

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 de Gobierno coincidió en que se ha observado una desaceleración de la economía mundial y que persisten riesgos a la baja. Sin embargo, también apuntaron que el entorno de recuperación de la economía de Estados Unidos condujo a que el Banco de la Reserva Federal anunciara una posible disminución en el ritmo de compras de valores de activos en los próximos meses. Todos consideraron que este anuncio causó un ambiente de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, incluyendo los mexicanos. También concordaron en que se ha desacelerado la economía mexicana y la mayoría argumentó que se han intensificado los riesgos a la baja para el crecimiento. Asimismo, todos sostuvieron que la inflación general ha iniciado una tendencia a la baja y la mayoría afirmó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la economía mundial continúa mostrando una desaceleración en su ritmo de crecimiento. En particular, algunos de ellos argumentaron que lo anterior se ha manifestado en un menor dinamismo del comercio internacional y consecuentemente de la producción industrial. Otro miembro destacó que este comportamiento ha estado influido por la atonía mostrada por las economías avanzadas, incluyendo algunas que anteriormente venían presentando un mejor desempeño, tales como Australia y Nueva Zelandia. Asimismo, la mayoría agregó que las economías emergentes han mostrado una desaceleración generalizada, a lo que uno añadió que su pérdida de dinamismo ha sido mayor a la anticipada y consecuencia de un menor crecimiento tanto de su demanda interna, como de la mencionada evolución del comercio mundial. Algunos de ellos destacaron el descenso en el ritmo de crecimiento de China, a lo que uno añadió que esto último ha afectado adversamente las expectativas de crecimiento de otros países e, inclusive, el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

La mayoría de los miembros consideró que persisten riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial. Al respecto, uno de ellos enfatizó que dichos riesgos se han acentuado por el hecho de que los instrumentos de política económica disponibles para promover el crecimiento global son escasos, en especial para las economías avanzadas, como Estados Unidos y Europa, por lo que expresó la necesidad de aplicar reformas estructurales y revertir el importante choque de desconfianza que actualmente se percibe en los mercados. En congruencia con lo anterior, algunos miembros afirmaron que los pronósticos sobre la actividad económica en el mundo se han ajustado a la baja, aunque uno de ellos señaló que las expectativas de crecimiento para 2013 y 2014 continúan por arriba del registrado en 2012, manteniendo una senda de moderada recuperación. Otro miembro apuntó que la revisión a las expectativas de crecimiento se realizó tanto para países avanzados, como para emergentes, incluyendo a México, así como China, Brasil, Turquía e India. En contraste, un miembro más indicó que las proyecciones para el crecimiento del PIB de Japón se han revisado al alza como resultado del efecto que han tenido las medidas de estímulo macroeconómico sobre la demanda interna de dicho país, si bien su situación deflacionaria persiste.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta concordó en que recientemente parece estar mostrando mayores signos de recuperación. En particular, todos los miembros coincidieron en que el mercado laboral ha continuado mejorando y la mayoría mencionó que el sector de la vivienda y algunos indicadores del consumo también han mostrado un desempeño favorable. Un miembro agregó que durante los últimos meses el ritmo de creación mensual de empleo ha mantenido su dinamismo y que la tasa de participación laboral parece haberse estabilizado. Añadió también que las compras de casas, así como sus precios, han mostrado un comportamiento positivo, lo cual se ha reflejado en un efecto riqueza considerable en los hogares, si bien otro miembro señaló que el incremento en el precio de las casas ha sido incipiente. Asimismo, algunos miembros destacaron los menores niveles de endeudamiento de los hogares, a lo que uno de ellos añadió la mejoría que ha presentado la posición financiera de las empresas. La mayoría reconoció los efectos negativos sobre el crecimiento de la consolidación fiscal que se está llevando a cabo en ese país. Sin embargo, señalaron que estos efectos no han impedido que

esa economía se recupere. No obstante, un miembro argumentó que la actividad económica en Estados Unidos no ha presentado una mejoría sustancial y que varios componentes de la demanda agregada continúan mostrando debilidad. En particular, indicó que el gasto público sigue siendo un lastre para el crecimiento y que las exportaciones netas siguen restando dinamismo a la economía. Además, señaló que la inversión no ha repuntado y que los mejores resultados de las empresas en ese país se explican en buena medida por esfuerzos de consolidación en costos, más que por mejoras en ventas o planes más agresivos de inversión.

Algunos miembros de la Junta mencionaron que los pronósticos de crecimiento económico de Estados Unidos se han revisado a la baja. Un miembro más apuntó que en el segundo trimestre del año esa economía parece haber crecido a una tasa trimestral similar a la observada durante el primero, y añadió que hasta el momento no se observan indicios claros de un repunte en la producción industrial de dicho país. No obstante, coincidió con otros miembros en que el buen desempeño de algunos indicadores recientes sugiere que la actividad económica estadounidense se fortalecerá durante el segundo semestre de este año. En cuanto a los riesgos para el crecimiento de ese país, un miembro mencionó que éstos se mantienen a la baja y, en particular, que las medidas de consolidación fiscal seguirán teniendo un efecto negativo sobre la actividad económica, aunque probablemente de menor magnitud que durante la primera parte del año, y que la debilidad del entorno externo podría afectar de manera adversa a sus exportaciones.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que ante la mejoría en la actividad económica y la recuperación del empleo de Estados Unidos y de sus perspectivas, la Reserva Federal anunció una posible disminución en el ritmo de compra de valores en los próximos meses. Algunos miembros calificaron este evento como el cambio más importante en el entorno internacional. Uno de ellos comentó que es posible que el balance de riesgos de dicho Instituto Central esté cambiando de uno en donde el riesgo que predominaba era enviar una señal prematura de reducción del ritmo de acomodamiento monetario, a uno en donde el riesgo de mantener por un tiempo excesivo el extraordinario acomodamiento monetario es el que ha cobrado relevancia. Al respecto, algunos miembros comentaron que los comunicados de la Reserva Federal y los datos económicos positivos

han llevado a muchos analistas a anticipar que la disminución en el ritmo de compra de activos iniciará en septiembre próximo, y uno de ellos añadió que dichos analistas anticipan que el programa concluirá a mediados de 2014. Agregó que el mercado prevé que la posible alza en las tasas de interés de referencia en Estados Unidos sea más próxima de lo que se anticipaba y que ahora se estima sea a mediados de 2015. Otro miembro apuntó que la Reserva Federal ha sido optimista respecto de los pronósticos de crecimiento económico de Estados Unidos, por lo que se debe ser cauteloso al prever el horizonte de modificaciones a su política monetaria. Asimismo, recalzó que no se anticipa un apretamiento de las condiciones monetarias, sino sólo un menor estímulo. Adicionalmente, otro miembro mencionó que la inflación se ha ubicado en niveles reducidos, por lo que la Reserva Federal mantendrá la tasa de referencia de política monetaria en sus niveles actuales todavía por un período considerable.

En este contexto, la mayoría de los miembros indicó que la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos gubernamentales, así como su volatilidad, han seguido aumentando en Estados Unidos. Uno de ellos añadió que el esfuerzo de consolidación fiscal en ese país libera presiones al alza sobre las tasas de interés de largo plazo. Señaló que ello contribuirá a que el proceso de empinamiento de la curva de rendimientos, anclado por tasas de interés de corto plazo similares a las actuales, sea más ordenado. Apuntó también que el alza en las tasas de interés en Estados Unidos muestra una descompresión de diversas primas de riesgo ante las perspectivas de un menor grado de acomodo monetario y ante las perspectivas de un incremento en la productividad marginal del capital en esa economía dada la mejoría en la fase del ciclo económico.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la zona del euro continúa en recesión. Algunos de ellos argumentaron que las causas principales de la debilidad de la actividad económica de la región son el proceso de desendeudamiento de los sectores público y privado, la fragilidad de sus sistemas financieros y el lento avance en las reformas estructurales necesarias. Al respecto, un miembro subrayó que es preocupante que exista una menor percepción de urgencia en llevar a cabo una consolidación fiscal y destacó el elevado nivel de desempleo que se observa en la región. Si bien algunos miembros consideraron que la evolución de la producción industrial y los indicadores prospectivos de los consumidores y los productores

muestran cierta mejoría, uno de ellos resaltó que aun así espera que el PIB de la región se contraiga nuevamente este año.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó en que se anticipa un panorama de inflación baja en gran parte de los países del mundo. Asociaron esta previsión al hecho de que, con excepción del precio del petróleo como resultado de problemas geopolíticos, se esperan menores precios de la mayor parte de las materias primas, principalmente debido a una menor expectativa de crecimiento global. De este modo, algunos miembros señalaron que existe espacio para que en un número amplio de países la política monetaria continúe siendo laxa. Un miembro más argumentó que tanto el Banco Central Europeo, como el Banco de Inglaterra, han reiterado su política monetaria acomodaticia, acompañándola ahora de una guía hacia adelante en la que indican que mantendrán las tasas de interés de referencia a niveles bajos por un periodo prolongado. Sin embargo, otro miembro apuntó que en el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal ha dado señales de un menor acomodamiento monetario y que, al ser el dólar la moneda de reserva más importante, ello posiblemente dominará la dirección del cambio en las tasas de interés de largo plazo a nivel global.

Todos los miembros de la Junta consideraron que los anuncios de la Reserva Federal han inducido una mayor volatilidad en el desempeño reciente de los mercados financieros internacionales. Coincidieron en que los principales efectos de dicho anuncio se han reflejado en el fortalecimiento del dólar respecto a la mayoría de las monedas y en que las tasas de interés en prácticamente todo el mundo están aumentando, en especial las de mediano y largo plazo. Asimismo, la mayoría afirmó que se ha profundizado la caída de los precios de los activos y que se han registrado descensos en las bolsas de valores de casi todos los países. También destacó que debe considerarse que es probable que el movimiento a una etapa caracterizada por un menor estímulo monetario en Estados Unidos ocasione periodos recurrentes de fluctuaciones en los mercados financieros internacionales. La mayoría de los miembros también coincidió en que las economías emergentes, incluida la mexicana, se vieron afectadas de manera importante por el anuncio de la Reserva Federal. Algunos miembros destacaron la reversión de los flujos de capital que reciben estas economías y uno de ellos señaló que fue especialmente notoria la liquidación de activos de mayor riesgo. También indicó que se desplomó la

colocación de títulos de deuda en el exterior por parte de estas economías. Por otra parte, un miembro puntualizó que es relevante que con la señal que envió la Reserva Federal se podría reducir la toma de riesgos en los mercados, lo que ayudaría a prevenir situaciones generalizadas de desalineación de precios de activos que después tuvieran que corregirse de manera abrupta.

Todos los miembros de la Junta concordaron en que la economía mexicana ha mostrado una desaceleración desde la segunda mitad de 2012, y la mayoría calificó dicha pérdida de dinamismo como importante. La mayoría también puntualizó que ésta se agudizó en el segundo trimestre del año e indicó que lo anterior fue motivado por una debilidad tanto de la demanda externa, como de la interna. En este contexto, la mayoría afirmó que se ha registrado un menor dinamismo de las exportaciones manufactureras, y uno de ellos detalló que, en particular, se han desacelerado las dirigidas a países diferentes de Estados Unidos y las de productos no automotrices. Algunos miembros mencionaron que, dadas las implicaciones sobre las exportaciones mexicanas, podría ser preocupante que el crecimiento en el sector manufacturero estadounidense se esté dando en sectores en los cuales hay poca complementariedad con México. No obstante, uno de ellos destacó que en virtud de las pocas observaciones disponibles y la debilidad de la producción industrial en Estados Unidos, no es posible todavía llegar a una conclusión a este respecto. Otro miembro respondió que es necesario considerar que la vinculación entre México y Estados Unidos puede cambiar a través del tiempo como ocurrió en 2001 como consecuencia de la entrada de China a la Organización Mundial del Comercio. No obstante, la mayoría de los miembros enfatizó que, en cualquier caso, un mayor crecimiento de Estados Unidos beneficiaría a la economía mexicana.

En relación a la demanda interna, la mayoría de los miembros afirmó que el consumo continúa debilitándose, como lo sugieren los indicadores de ventas al menudeo, si bien uno de ellos comentó que el consumo de bienes importados ha mantenido su dinamismo. De manera congruente, la mayoría indicó que las condiciones del mercado laboral y el índice de confianza del consumidor se han deteriorado, si bien uno de ellos agregó que el número de asegurados al IMSS ha continuado creciendo y que el crédito al sector privado ha mostrado una expansión significativa, aunque a un ritmo ligeramente menor que en el pasado. En

cuanto a la inversión, la mayoría de los miembros mencionó que este agregado también continúa débil. En particular, la mayoría destacó que el sector de vivienda continúa débil, afectando al sector de la construcción. Por su parte, la mayoría de los miembros enfatizó que, si bien el esfuerzo de consolidación fiscal fortalece el marco macroeconómico del país, ello ha contribuido al menor dinamismo de la demanda interna en el corto plazo.

En relación a la actividad económica por el lado de la producción, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que se ha observado una desaceleración de la actividad industrial, y uno notó en particular el bajo dinamismo del sector manufacturero. Asimismo, algunos miembros añadieron que el número de subsectores del sector industrial que presentan crecimiento negativo se ha venido incrementando. Finalmente, la mayoría recalzó que el sector servicios se está viendo afectado por la debilidad del sector industrial, aunque uno de ellos destacó que éste mantuvo su tendencia ascendente.

La mayoría de los miembros indicó que es de esperarse que la recuperación del gasto público, de la demanda interna privada, y de las exportaciones en un entorno más favorable de actividad económica en Estados Unidos, conduzcan a una recuperación gradual de la economía mexicana en la segunda mitad del año. En particular, un miembro agregó que es posible que el mercado de vivienda se reactive con las medidas que ha tomado el gobierno. No obstante, también mencionó que la contribución del gasto público pudiera ser limitada dado el esfuerzo de consolidación fiscal previsto para el año. Por su parte, otro miembro señaló que la información oportuna muestra todavía una situación de atonía y que la recuperación de la economía podría no materializarse en las etapas iniciales del segundo semestre. Finalmente, otro miembro mencionó que las perspectivas de crecimiento económico para el país han empeorado, a lo que un miembro más añadió que se han revisado a la baja los pronósticos de crecimiento para 2013, aunque se han mantenido prácticamente sin cambio para 2014.

La mayoría de los miembros argumentó que se han intensificado los riesgos a la baja para el crecimiento económico de México. En particular, uno de ellos señaló que esto se debe fundamentalmente a la incertidumbre que rodea la evolución del entorno externo. Sin embargo, otro miembro agregó que para el mediano plazo, los

riesgos a la baja podrían disminuir en la medida en que se consolide la reactivación económica de Estados Unidos.

En el marco de debilidad de la actividad económica, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que no se observan presiones de demanda sobre la inflación. Algunos añadieron que al cierre del segundo trimestre la brecha del producto se encuentra en zona negativa. Asimismo, la mayoría de los miembros apuntó que persisten condiciones de holgura en los mercados de insumos y que, de acuerdo a algunos indicadores, ésta ha comenzado a ampliarse. En efecto, en relación al mercado laboral, un miembro agregó que las revisiones salariales se han mantenido en niveles acordes con la fase del ciclo por la que atraviesa la economía y que la tasa de desempleo continúa ubicada en niveles por encima de los observados antes del inicio de la crisis financiera global.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que, como lo había previsto el Banco de México, la inflación general anual comenzó a disminuir desde mayo, lo que se intensificó en junio. Esta mayoría también agregó que los choques de oferta que habían afectado a la inflación han comenzado a revertirse, a lo que algunos miembros añadieron que siguen sin observarse efectos de segundo orden derivados de los ajustes recientes en precios relativos. No obstante, otro miembro subrayó que, a pesar de la disminución, la inflación continuó por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo del 3 por ciento. Añadió que la reducción registrada en junio se debió a un menor incremento en el subíndice de frutas y verduras y destacó que la variación anual de los precios de los productos pecuarios en el mismo mes fue la más alta del año.

Todos los miembros de la Junta recalcaron que la inflación subyacente se ha mantenido en niveles inferiores al 3 por ciento, y la mayoría agregó que este comportamiento ya lleva varios meses, y que este indicador continúa mostrando una ligera tendencia descendente. Uno de ellos afirmó que esto no resulta sorprendente a la luz de la atonía en el ritmo de crecimiento de la actividad económica. Por su parte, otro miembro argumentó que la evolución de la inflación subyacente se ha apoyado en choques positivos en los precios relativos de algunos componentes, en especial de servicios.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que se anticipa que la inflación general anual consolide su tendencia a la baja en los siguientes meses, para ubicarse entre 3 y 4 por ciento en el tercer y

cuarto trimestres del año en curso, y que para 2014 se sitúe en un nivel muy cercano a 3 por ciento. Asimismo, la mayoría sostuvo que se prevé que la inflación subyacente se mantenga por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2013 y en 2014. Así, la mayoría concluyó que la trayectoria de la inflación es congruente con el cumplimiento de la meta en el mediano plazo.

Respecto a las expectativas de inflación, la mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que éstas se han mantenido estables. Uno de ellos afirmó que incluso en algunos casos estas expectativas han venido mostrando reducciones, lo cual calificó de fundamental ante el entorno exterior que está enfrentando la economía mexicana. No obstante, algunos miembros argumentaron que continúan ubicadas en niveles por encima de la meta de 3 por ciento. En particular, uno de ellos señaló que las correspondientes al cierre de 2013 y 2014 se mantienen cercanas a 4 por ciento y que para el resto de los plazos, continúan estables pero por encima de 3 por ciento. Por lo tanto, aseveró que la Junta deberá continuar alerta a las implicaciones de la terquedad de las expectativas de mantenerse por encima del pronóstico del Banco y del objetivo de inflación. Asimismo, manifestó que si bien la serie muestra mucha volatilidad, se observa un ligero incremento en la compensación por inflación y riesgo inflacionario en el mercado de bonos de largo plazo. Ante esta afirmación, otro miembro argumentó que las expectativas de inflación provenientes de este indicador, una vez que se considera la prima por riesgo inflacionario, son más cercanas a 3 por ciento y que ha sido notorio que ante los importantes choques que se han enfrentado, no ha cambiado de tendencia, aunque como era de esperarse han presentado volatilidad. Además, arguyó que en situaciones de choques como la que actualmente se enfrenta, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado se ajustan de manera más rápida que las expectativas provenientes de encuestas. No obstante, junto con otro miembro, advirtió sobre la importancia de considerar todos los indicadores de expectativas disponibles para el análisis, si bien reconociendo las ventajas de cada uno.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado, mientras que otros argumentaron que se mantienen los riesgos al alza. Como riesgos a la baja, algunos miembros distinguieron la posibilidad de que el debilitamiento de la actividad económica se prolongue. En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de

nuevos choques que ocasionen cambios en precios relativos, como los relacionados al sector agropecuario o a ajustes en los precios públicos. No obstante, un miembro recordó que los efectos de este tipo de choques serían de carácter transitorio, si bien otro de ellos afirmó que la recurrencia de estos choques, en un contexto de inflación que ha estado repetidamente por arriba de 4 por ciento, podría generar problemas de efectos de segundo orden y de credibilidad de la política monetaria. Al respecto, un miembro más reafirmó que el Banco de México ha venido adquiriendo una buena reputación en identificar oportunamente choques en precios relativos y en el hecho de que éstos no han afectado la dinámica de la inflación. Por otra parte, algunos miembros indicaron que la volatilidad en los mercados financieros internacionales podría ocasionar una depreciación del tipo de cambio que podría implicar riesgos para la inflación, aunque la mayoría recordó que el traspaso de variaciones en el tipo de cambio sobre la inflación es bajo, además de que los efectos serían limitados dada la holgura en la economía.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que la expectativa de cambios en la política monetaria de Estados Unidos ha dado lugar a un incremento en la volatilidad en los mercados financieros en México y algunos miembros argumentaron que éste ha sido semejante al de otras economías emergentes. Todos los miembros señalaron que el peso se depreció y las tasas de interés de largo plazo aumentaron considerablemente. Uno de ellos agregó que este aumento en la pendiente de la curva de rendimientos, así como en la volatilidad, ha sido mayor al registrado en Estados Unidos, posiblemente debido a la menor liquidez del mercado de bonos mexicanos respecto a la de los estadounidenses, así como al aumento en la prima de riesgo crediticio de México. Otro miembro de la Junta sostuvo que, además del efecto de las condiciones en los mercados financieros internacionales, una mayor desaceleración del sector de bienes comerciables en relación a la de no comerciables, con excepción de la construcción, ha ocasionado una depreciación del tipo de cambio real y refleja la reversión del innecesario apretamiento que las condiciones monetarias habían experimentado previamente ante la fuerte apreciación del tipo de cambio nominal. Arguyó que dado que se trata de una depreciación real, no se esperan impactos de consideración sobre la inflación.

A pesar de lo anterior, la mayoría sostuvo que en la medida en que el retiro del estímulo monetario en

Estados Unidos responda a mejores perspectivas de crecimiento en ese país, los efectos serían positivos para la economía mexicana en el mediano y largo plazos. La mayoría también reconoció que los ajustes en los mercados financieros de México ante el aumento de la volatilidad se dieron de manera ordenada. En efecto, aclaró que hasta ahora no se han afectado las expectativas de inflación por estos motivos. Asimismo, otro de ellos añadió que el impacto de la depreciación ha sido limitado, además de que podría ayudar a las exportaciones, al tiempo que a pesar del aumento en las tasas, el financiamiento ha sido sostenido y que no se ha observado un incremento significativo en las tasas de interés en el financiamiento bancario. En este contexto, un miembro advirtió que para que la respuesta de los mercados financieros en México continúe siendo ordenada ante el cambio en las condiciones financieras internacionales, es necesario que se satisfagan ciertas condiciones. Explicó que, en primer lugar, se requiere una postura fiscal adecuada. Detalló que la consolidación fiscal a nivel del balance primario debiera liberar ciertas presiones en el mercado de fondos prestables, en particular sobre las tasas de interés de largo plazo. Segundo, señaló que las expectativas de inflación deben mantenerse bien ancladas y no aumentar ante las señales de incrementos en las tasas de interés para plazos mayores. Tercero, afirmó que se debe vigilar que la operatividad en los mercados se mantenga. Finalmente, indicó que es necesario que el Banco de México como otras autoridades financieras, se mantengan vigilantes ante posibles repercusiones de los choques financieros externos en materia de estabilidad financiera. Al respecto, un miembro opinó que las alzas abruptas en las tasas de interés de largo plazo podrían generar riesgos relacionados con la estabilidad financiera y con las finanzas públicas, lo que podría llegar a dificultar el control de la inflación. En respuesta, la mayoría de los miembros afirmó que el Gobierno Federal tiene un compromiso con la meta fiscal, por lo que de materializarse un mayor costo de financiamiento sería de esperarse que contrajera otros rubros de gasto. En todo caso, el incremento en las tasas se reflejaría con un gran rezago en el costo de financiamiento, dado el esfuerzo del Gobierno Federal por ampliar la duración de su deuda. Asimismo, agregaron que ante el aumento en las tasas de interés de mayor plazo, el Gobierno podría recurrir a emitir deuda a un menor plazo, con lo que se atenuaría aún más el efecto del aumento en las tasas de interés de largo plazo sobre las finanzas públicas. Finalmente, enfatizaron que el Banco de México cumpliría cabalmente su mandato y no

validaría con inflación o impuesto inflacionario cualquier tipo de brecha intertemporal de finanzas públicas.

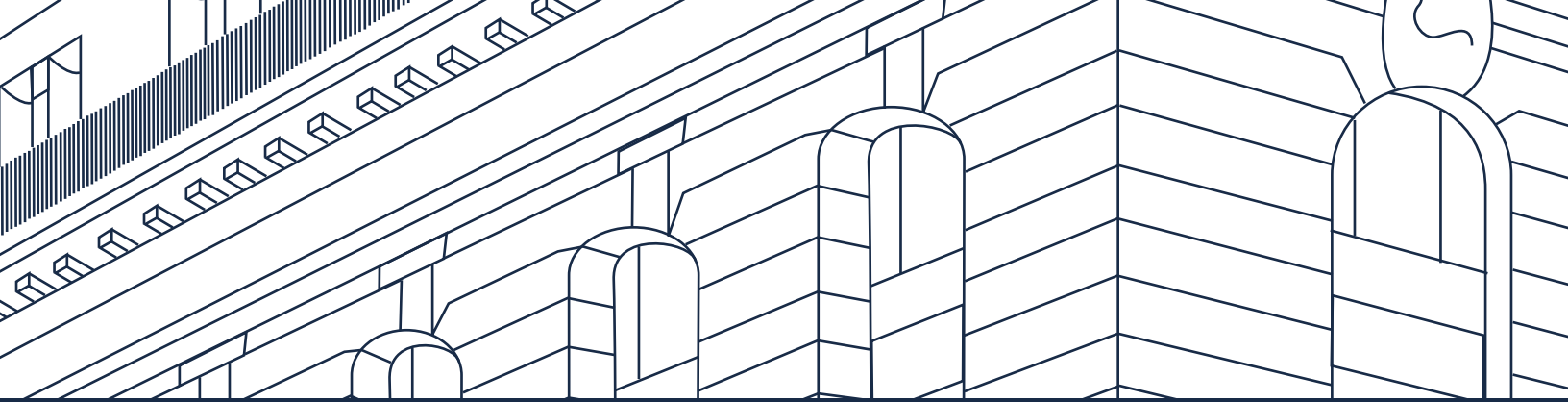
Todos los miembros recalcaron que la Junta de Gobierno deberá continuar dando un seguimiento cuidadoso a la economía y que tomará las acciones que correspondan en caso de ser necesario. Algunos miembros indicaron que, en particular, se vigilarán las posibles repercusiones de los choques financieros externos en materia de estabilidad financiera y que las condiciones de operatividad en los mercados se mantengan, a la luz de la probabilidad de recurrencia de episodios de elevada volatilidad en el futuro previsible. Asimismo, la mayoría agregó que la Junta estará atenta también a las condiciones monetarias relativas, especialmente dadas las acciones tomadas por la Reserva Federal de Estados Unidos. Finalmente, la mayoría también subrayó que el Banco de México continuará asegurándose que no se generen efectos de segundo orden sobre la dinámica de la inflación.

#### **4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

La Junta de Gobierno del Banco de México decidió por unanimidad mantener en 4.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

Considerando la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas, la importante desaceleración que ha mostrado la economía mexicana, la fragilidad del entorno externo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 por ciento. 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 en el mediano plazo hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. En todo caso, la Junta estará atenta a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan tanto la evolución de la actividad económica, como la postura monetaria relativa de México frente a otros países. También vigilará que los cambios en precios relativos continúen sin tener efectos de segundo orden que afecten la dinámica de la inflación. Todo lo anterior con el fin de estar en condiciones de responder, en su caso, para alcanzar el objetivo permanente de inflación ya señalado.





BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 26 de julio de 2013

