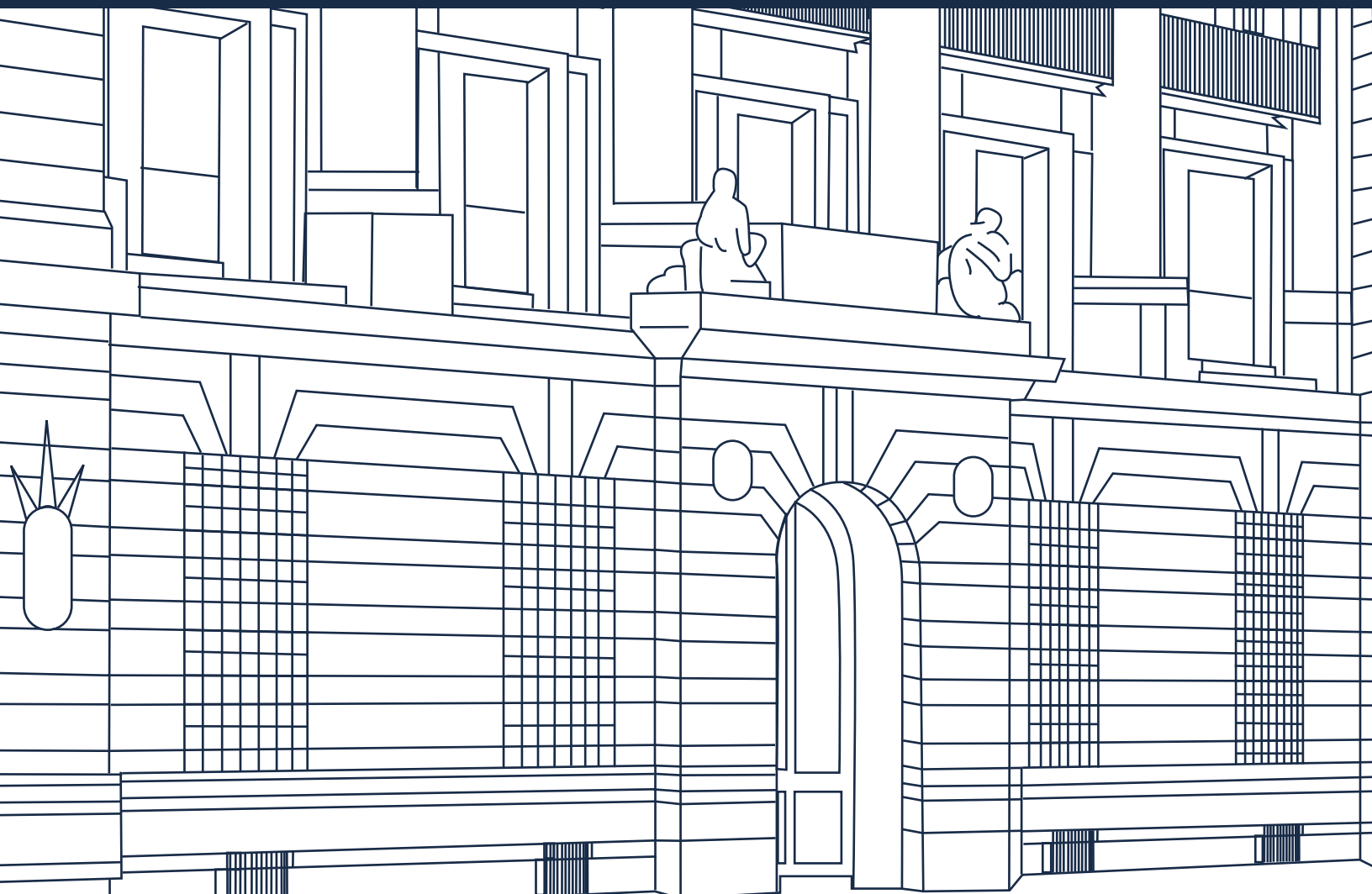




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 5

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 8 de julio de 2011



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 7 de julio de 2011.

### 1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Act. Ernesto Javier Cordero Arroyo, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Mtro. Gerardo Rodríguez Regordosa, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Héctor Reynaldo Tinoco Jaramillo, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de la referida 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 del Banco de México.

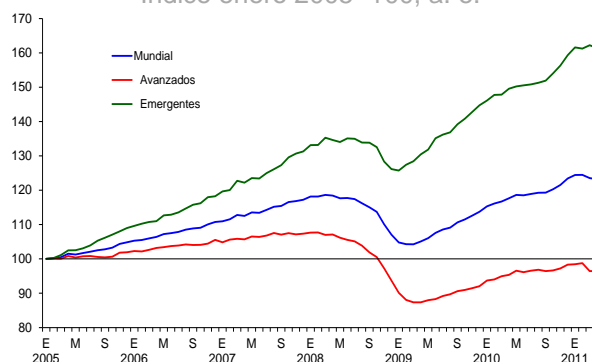
### 2.1. Perspectiva económica internacional

El ritmo de recuperación de la economía mundial ha disminuido. El crecimiento de la producción industrial, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, se ha desacelerado en los últimos meses (Gráfica 1). Por su parte, indicadores prospectivos, como el índice global de producción manufacturera PMI, también muestran un menor dinamismo de la actividad económica (Gráfica 2). Entre los factores que contribuyeron a la referida desaceleración destacan el impacto de los desastres naturales en Japón sobre las cadenas de suministro a nivel mundial y los elevados precios de las materias primas.

Si bien en fechas recientes parecería que el impacto de los dos factores antes señalados ha comenzado a desvanecerse, la debilidad del gasto del sector privado en Estados Unidos es un elemento de preocupación que sugiere que la desaceleración podría ser más persistente. Adicionalmente, la economía mundial enfrenta riesgos importantes: i) la dificultad de mantener el estímulo fiscal en las economías avanzadas; ii) un posible contagio a través de los mercados financieros, como resultado de los problemas de deuda soberana en algunas economías de Europa; iii) los todavía elevados precios de las materias primas internacionales, si bien en las últimas semanas han registrado importantes disminuciones; y, iv) el sobrecalentamiento de algunas economías emergentes cuya expansión sigue siendo elevada, si bien se ha moderado recientemente.

**Gráfica 1**  
**Producción Industrial Mundial**

Índice enero 2005=100, a. e.

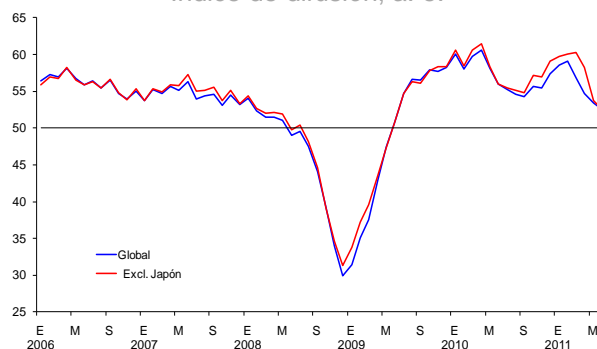


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

**Gráfica 2**  
**PMI Manufacturero Global: Producción**

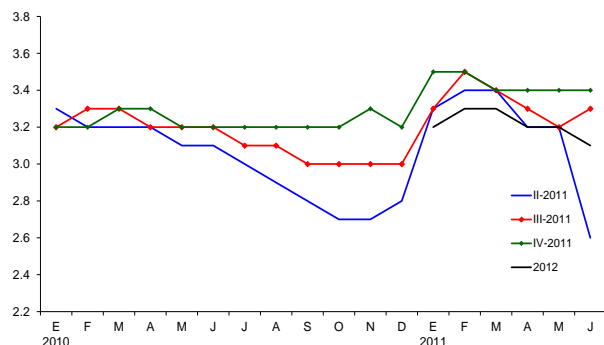
Índice de difusión, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

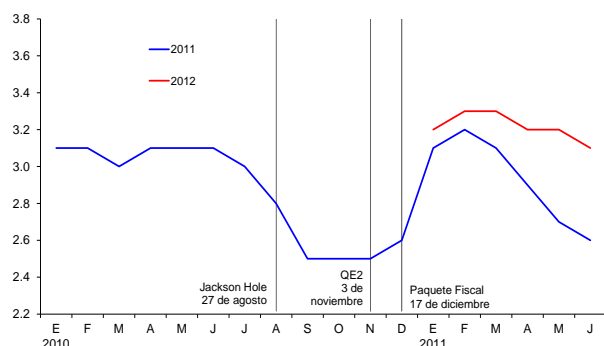
**Gráfica 3**  
**EUA: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2011 y 2012**  
 Tasa trimestral anualizada en por ciento



Fuente: Blue Chip.

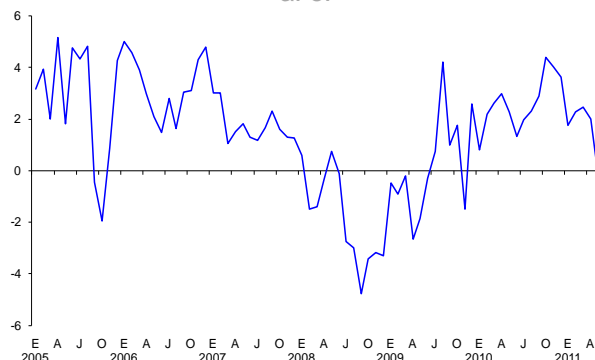
El crecimiento en Estados Unidos se desaceleró en el primer trimestre del año. El PIB se expandió 1.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en dicho periodo (3.1 por ciento el trimestre anterior). Asimismo, los pronósticos de crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2011 se han revisado a la baja de manera significativa. No obstante, los pronósticos para el tercer y cuarto trimestres se han mantenido relativamente estables, por lo que, al parecer, los analistas económicos perciben la moderación del crecimiento como temporal. (Gráfica 3). Así, los pronósticos de crecimiento del PIB para 2011 se han ajustado de 3.2 por ciento en febrero, a 2.6 por ciento en junio (Gráfica 4). Por su parte, el ajuste a la baja en el crecimiento esperado para 2012 ha sido más moderado, de 3.3 a 3.1 por ciento en el mismo periodo.

**Gráfica 4**  
**EUA: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2011 y 2012**  
 En por ciento



Fuente: Blue Chip.

**Gráfica 5**  
**EUA: Gasto en Consumo Personal Real**  
 Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.  
 Fuente: BEA.

En Estados Unidos, los estímulos fiscal y monetario continúan apoyando al consumo. Las bajas tasas de interés han contribuido a que las familias disminuyan su endeudamiento, al mismo tiempo que las transferencias públicas han moderado la debilidad del ingreso personal disponible. Sin embargo, considerando la todavía endeble posición de los balances de los hogares, la cautela de las empresas para realizar contrataciones y expandir su gasto de inversión y la fragilidad del mercado de la vivienda, la posibilidad de que persista un crecimiento endeble de la economía de Estados Unidos es elevada. A lo anterior se añade la incertidumbre sobre los efectos y el ritmo del eventual retiro de los estímulos fiscales. En este contexto, diversos indicadores apuntan a que durante el segundo trimestre continuó la atonía del consumo privado (Gráfica 5).

En Europa, el crecimiento fue mejor de lo esperado en el primer trimestre, impulsado por la inversión en Alemania y Francia. También influyó la finalización de los efectos temporales adversos ocasionados por el inusual clima invernal y las huelgas en Francia. En respuesta al favorable desempeño del área en su conjunto en los primeros meses del año, los pronósticos de crecimiento para 2011 se revisaron ligeramente al alza en los últimos meses (de 1.6 por ciento en febrero a 1.9 por ciento en junio), en tanto que para el 2012 se modificaron ligeramente a la baja (de 1.9 a 1.8 por ciento). No obstante, las economías de la región continúan siendo afectadas por una profunda crisis en varios países de la Unión y enfrentan importantes desafíos estructurales de largo plazo que han perturbado el crecimiento económico y el empleo. Como se verá más adelante, los costos de cobertura para los países de la periferia de Europa con dificultades de

financiamiento continúan en niveles históricamente muy elevados, profundizándose las dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda y del apoyo para los programas de ajuste fiscal para dichos países.

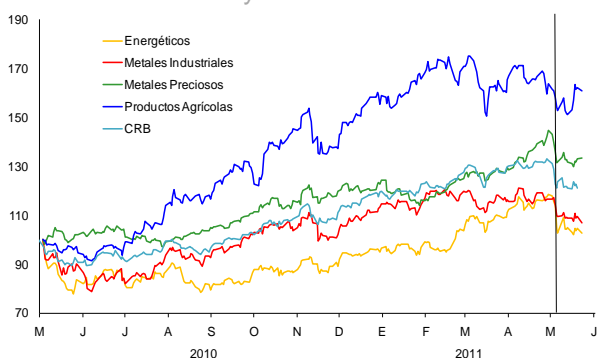
En Japón, el PIB se contrajo por segundo trimestre consecutivo en los primeros tres meses de 2011, al ser afectado por desastres naturales de gran magnitud. Sin embargo, la producción industrial y las exportaciones en abril y mayo muestran indicios de mejoría y se anticipa un repunte del crecimiento en los siguientes meses en la medida en que las cadenas productivas y la producción manufacturera continúan restableciéndose.

La inflación general en las economías avanzadas siguió incrementándose viniendo de niveles muy bajos, reflejando principalmente el aumento en los precios de las materias primas que tuvo lugar en los meses previos. No obstante, la inflación subyacente (con excepción de la de Reino Unido) permanece en niveles reducidos. Cabe destacar que los precios internacionales de los productos primarios, tanto de energía como de alimentos, han registrado reducciones significativas en las últimas semanas (Gráfica 6). En este sentido, destacó la caída del precio del petróleo (Brent) que después de haber alcanzado niveles superiores a 125 dólares por barril a finales de abril, se ubica alrededor de 110 dólares. Asimismo, los precios del maíz y del trigo disminuyeron aproximadamente 18 y 29 por ciento, respectivamente, desde sus niveles máximos alcanzados en mayo.

materias primas, gasolinas y bienes importados, así como por el impacto en el precio de algunos productos derivado de las interrupciones recientes en las cadenas productivas. No obstante, la inflación subyacente aumentó únicamente de 1.3 a 1.5 por ciento en el periodo referido. Además, las expectativas de inflación de largo plazo han permanecido estables. El Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal señaló en su comunicado de junio que anticipa que la inflación se abatirá a niveles consistentes con el mandato del Comité, o por debajo de éstos, a medida que se disipen los efectos de los incrementos pasados de los precios de la energía y otros productos primarios. Así, el referido Comité decidió mantener el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0 a 1/4 por ciento y anticipó que las condiciones económicas, incluyendo tasas reducidas de utilización de recursos y perspectivas de inflación bajo control en el mediano plazo, posiblemente sean propicias para que el objetivo de la tasa de fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos por un periodo prolongado.

La inflación general anual en la zona del euro fue de 2.7 por ciento en mayo, ligeramente menor a la observada en abril de 2.8 por ciento (Gráfica 7), mientras que la subyacente se incrementó de 1.3 a 1.5 por ciento en el mismo periodo. El Banco Central Europeo (BCE) anunció el 7 de julio su decisión de incrementar su tasa de política en 25 puntos base a 1.50 por ciento, y mencionó en su comunicado de política monetaria que continuará monitoreando muy de cerca la evolución de los riesgos al alza de los precios.

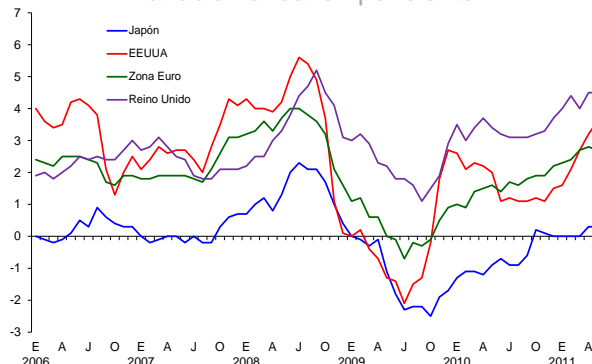
**Gráfica 6**  
**Materias Primas: Índice de Precios por Sector**  
Mayo 2010 = 100



Fuente: Bloomberg.

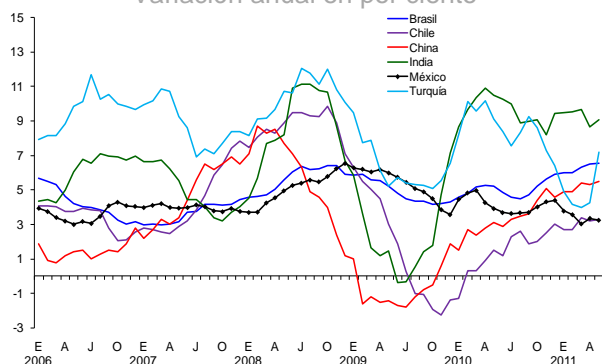
En este entorno, la inflación general anual en Estados Unidos mostró un repunte en los últimos meses, pasando de 3.2 por ciento en abril a 3.6 por ciento en mayo (Gráfica 7). Esto se debió principalmente a precios más altos de algunas

**Gráfica 7**  
**Economías Avanzadas: Inflación General**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Bloomberg, BLS, y Eurostat.

**Gráfica 8**  
**Economías Emergentes: Inflación General**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México, Bloomberg, IBGE y Eurostat.

Por lo que se refiere a las economías emergentes, éstas continúan mostrando un vigoroso dinamismo, si bien en algunos casos se ha observado cierta moderación en los últimos meses. El aparente sobrecalentamiento que registran algunos países se ha reflejado en presiones inflacionarias (Gráfica 8). Ante ello, algunos bancos centrales continuaron retirando parte del fuerte estímulo monetario que habían introducido en el pasado. Cabe señalar que en algunos casos, debido a la disminución reciente en el precio de los alimentos y materias primas, algunos bancos centrales moderaron su lenguaje restrictivo respecto a la política monetaria.

Los pronósticos de crecimiento de economías emergentes para 2011 se han revisado ligeramente a la baja, como en los casos de China e India (de 9.3 y 8.4 por ciento en febrero a 9.1 y 8.1 por ciento en junio, respectivamente), mientras que para Brasil se redujeron de 4.9 por ciento en febrero a 4.3 por ciento en junio. Para 2012, también se han observado revisiones a la baja, para Brasil, China e India de 5.1, 9.1 y 8.5 por ciento a 4.8, 8.8 y 8.3 por ciento, respectivamente, en el mismo periodo.

En el contexto descrito, los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han incrementado, sobre todo por los complejos problemas que enfrentan Estados Unidos y Europa.

## 2.2. Evolución financiera reciente

Los mercados financieros presentaron un comportamiento desfavorable y volátil durante el último mes debido, en lo principal, a la moderación en el crecimiento económico mundial, lo que a su vez alentó la expectativa de que la debilidad económica reciente en varios países desarrollados

persista por un mayor tiempo al previsto. Por otra parte, la frágil situación fiscal y financiera de algunos países europeos, particularmente de Grecia, propició el deterioro de los indicadores de riesgo soberano en Europa. Dicho deterioro se magnificó por la insistencia de la Unión Europea de que el sector privado participe en el paquete de rescate de Grecia.

De esta forma, los costos para comprar protección ante un incumplimiento de pago (CDS) de deuda soberana de Grecia y otros países de Europa alcanzaron niveles históricamente elevados, incorporando una alta probabilidad de que la deuda de dichos países tenga que ser reestructurada en los próximos años (Gráfica 9). Frente a este panorama, existe una preocupación particular de que el sector financiero europeo se vea contagiado por los problemas de Grecia, dada la elevada exposición de los sistemas bancarios de los principales países europeos a títulos gubernamentales emitidos por países con posiciones fiscales débiles.

La intensificación de la crisis de deuda pública en Europa ocasionó que, durante los momentos de mayor aversión al riesgo, se diera una recomposición de portafolios hacia activos de menor riesgo. Así, los índices accionarios llegaron a presentar pérdidas superiores a 3 por ciento durante el último mes, siendo las acciones del sector financiero las más afectadas. Hacia el final del periodo, los índices accionarios recuperaron las pérdidas. De igual forma, como se mencionó, los precios de materias primas continuaron su tendencia a la baja, afectados por la expectativa de una mayor debilidad económica mundial.

**Gráfica 9**  
**Europa: Costos de Protección ante Incumplimiento a 5 Años**  
 Puntos base



Fuente: Bloomberg.

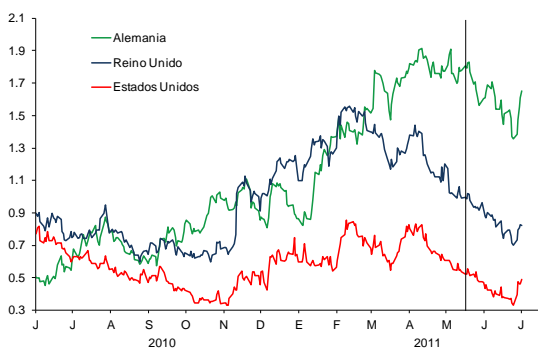


En los mercados cambiarios, en un inicio el dólar estadounidense se apreció frente a las principales divisas debido a que fungió como divisa de refugio ante los eventos en Europa. Sin embargo, recientemente, el dólar revirtió prácticamente toda la apreciación mencionada, en respuesta a la percepción de una economía más débil en los Estados Unidos.

Por otro lado, en los mercados de renta fija los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y los bonos gubernamentales de referencia, que se habían mantenido en niveles estrechos en los últimos meses, se ampliaron. Ello sugirió una menor disposición de los participantes del mercado a incurrir en un mayor riesgo de crédito.

En contraste, la demanda por instrumentos de deuda gubernamental de los países con mayor fortaleza crediticia aumentó en forma considerable. Así, las tasas de interés en Alemania, Estados Unidos, y Reino Unido disminuyeron de manera significativa. De hecho, las tasas de corto plazo (2 años) en Estados Unidos y Reino Unido alcanzaron niveles históricamente bajos, aunque en los últimos días parte del movimiento se revirtió. En ambos casos, la expectativa de que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra mantengan sin cambio su política monetaria al menos durante lo que resta del año contribuyó a la caída de las tasas de interés.

**Gráfica 10**  
**Rendimiento de las Notas Gubernamentales de 2 Años**  
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Sin duda, el sentimiento en los mercados a nivel global se deterioró desde la fecha de la última junta de política monetaria, además de que aún persisten varios factores de riesgo que podrían ocasionar que dicho pesimismo continúe. El principal factor es la posibilidad de que la crisis de deuda pública en

Europa escale aún más, contagie al sistema financiero internacional y contamine de forma más importante las expectativas de crecimiento económico en Europa y el resto del mundo.

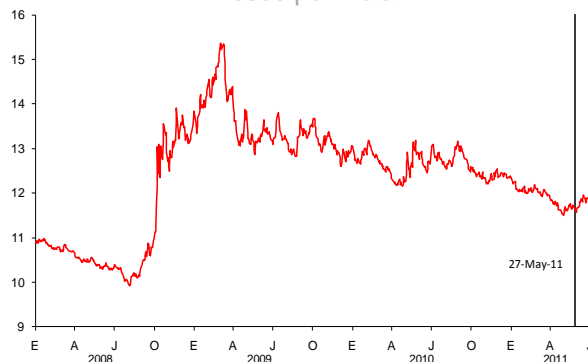
### 2.2.1. Mercados emergentes

Los países emergentes también sufrieron de la reciente turbulencia en los mercados financieros, si bien por lo general experimentaron impactos de menor magnitud. Este sentimiento negativo se reflejó principalmente en las bolsas de valores de estos países, las cuales llegaron a mostrar caídas generalizadas de aproximadamente 5 por ciento durante los momentos de mayor aversión al riesgo del último mes.

### 2.2.2. Mercados en México

En México, en los últimos días, el peso se ubicó en 11.60 pesos por dólar, niveles muy similares a los que se observaban durante la última junta de política monetaria celebrada en mayo pasado. Sin embargo, durante los momentos de mayor aversión al riesgo del periodo, el tipo de cambio incluso sobrepasó los 12.00 pesos por dólar (Gráfica 11). Este movimiento estuvo acompañado de una importante cancelación de posiciones especulativas largas en pesos de corto plazo por parte de inversionistas extranjeros. Por otro lado, destacó que la temporal depreciación de nuestra moneda nacional se dio de manera ordenada, en un entorno de elevada liquidez y altos volúmenes de operación en el mercado cambiario nacional.

**Gráfica 11**  
**Tipo de Cambio**  
Pesos por Dólar

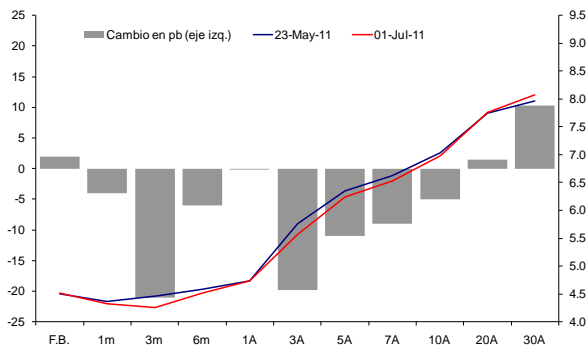


Fuente: Bloomberg.

En el mercado de dinero, la mayor volatilidad externa también se vio reflejada en las tasas de interés. Al final del periodo, las tasas de interés en el sector largo de la curva de rendimientos

mostraron alzas moderadas, mientras que las buenas lecturas de inflación y la expectativa de que las tasas de interés en los mercados desarrollados permanezcan bajas por un periodo más prolongado, provocaron que las tasas de interés de corto plazo en México presentaran disminuciones. En este contexto, la mayoría de los analistas continuaron postergando su expectativa para el siguiente movimiento de política monetaria del Banco de México.

**Gráfica 12**  
**Curva de Rendimientos**  
Puntos base, Por ciento



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

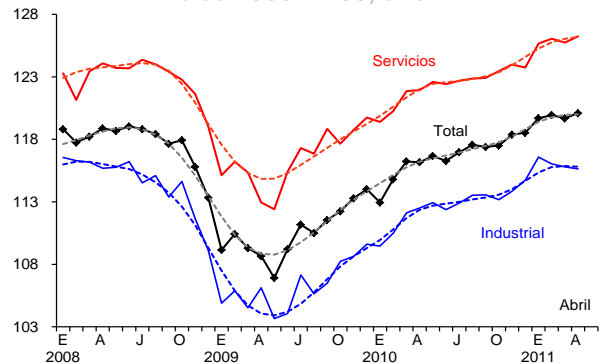
### 2.3.1. Actividad económica

La actividad económica del país continúa presentando una tendencia positiva. Sin embargo, su ritmo de expansión parecería haberse reducido en los últimos meses. En efecto, si bien en abril el IGAE registró un aumento mensual en términos desestacionalizados, el comportamiento de algunos de sus componentes podría indicar una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad productiva. En particular, en abril el IGAE aumentó en 0.35 por ciento respecto al mes previo en términos desestacionalizados (variaciones mensuales de 0.98, 0.22 y -0.22 por ciento en enero, febrero y marzo, respectivamente). No obstante, este resultado se derivó de la combinación de un aumento en las actividades terciarias (0.39 por ciento) y de disminuciones en las actividades primarias y secundarias (2.04 y 0.14 por ciento, respectivamente; Gráfica 13).

Cabe señalar que en mayo la producción de vehículos presentó un aumento mensual de 23.9 por ciento en términos desestacionalizados, logrando recuperar parcialmente la contracción de

25.8 por ciento que registró en el mes previo. En particular, las ensambladoras asiáticas ubicadas en México presentaron en mayo una importante recuperación, lo cual sugiere que los efectos de lo ocurrido en Japón se han comenzado a revertir (Gráfica 14).

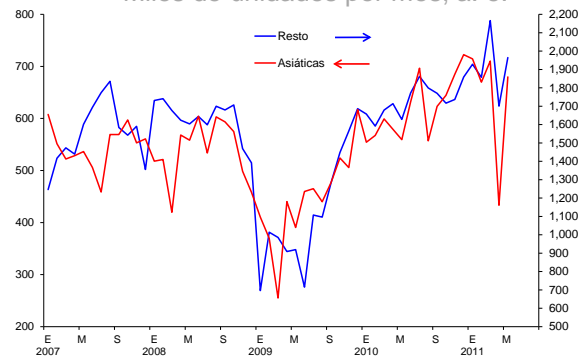
**Gráfica 13**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
Índice 2003 = 100, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

**Gráfica 14**  
**Producción de Vehículos**  
Miles de unidades por mes, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

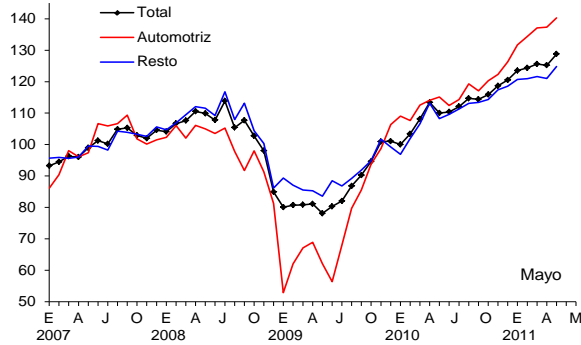
Fuente: Banco de México.

La demanda externa que enfrenta la economía sigue mostrando un importante dinamismo, lo cual se ve reflejado en el crecimiento que han seguido presentando las exportaciones manufactureras (Gráfica 15). En lo que corresponde a la demanda interna, algunos indicadores parecerían sugerir una moderación en el ritmo de crecimiento del gasto interno. Esto se puede observar en la tendencia de las ventas al mayoreo, que en los últimos meses registró un menor dinamismo. Por su parte, la tendencia de las ventas al menudeo continúa mostrando una evolución favorable. Asimismo, si bien las importaciones de bienes de capital siguen recuperándose, la inversión ha presentado una

moderación en su ritmo de crecimiento (Gráficas 16 y 17).

**Gráfica 15**  
**Exportaciones Manufactureras**

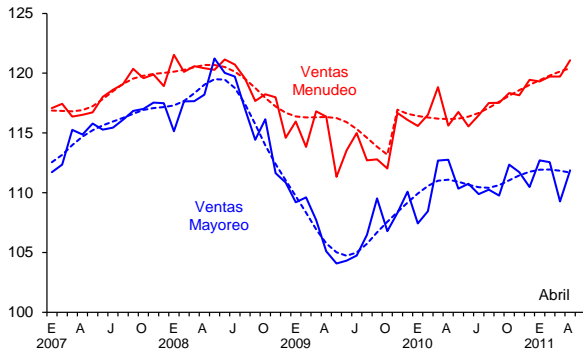
2007=100, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente  
Fuente: Banco de México.

**Gráfica 16**  
**Ventas en Establecimientos Comerciales**

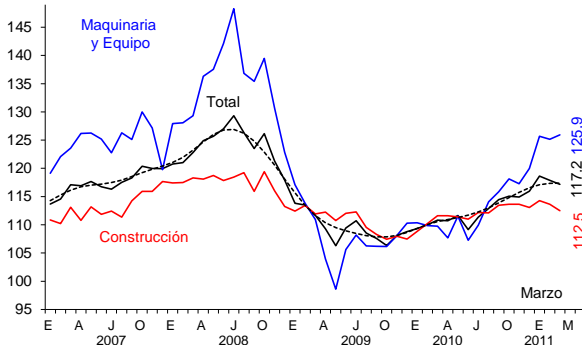
Índice 2003 = 100, a. e. y de tendencia



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.  
Fuente: Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

**Gráfica 17**  
**Inversión y sus Componentes**

Índice 2005=100, a. e.



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

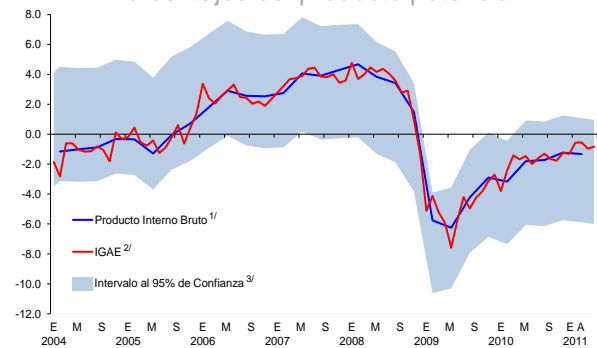
## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, en particular los resultados del PIB al primer trimestre de 2011 y del IGAE a abril, sugiere que la brecha del producto permanece en terreno negativo, además de que se viene cerrando a una velocidad menor a la anticipada hace algunos meses (Gráfica 18).

**Gráfica 18**  
**Estimación de la Brecha del Producto**

Porcentajes del producto potencial



1/ Cifras al primer trimestre de 2011.

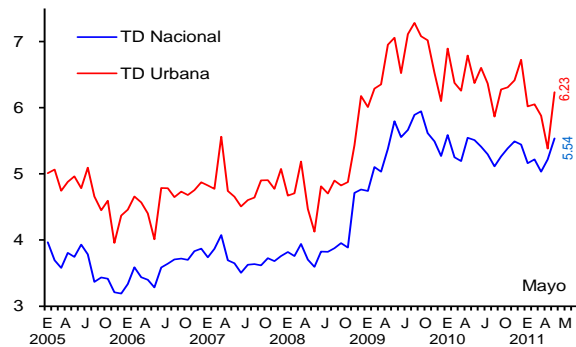
2/ Cifras a abril de 2011.

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

Fuente: INEGI y Banco de México.

**Gráfica 19**  
**Tasa de Desocupación**

Por ciento; a.e



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente

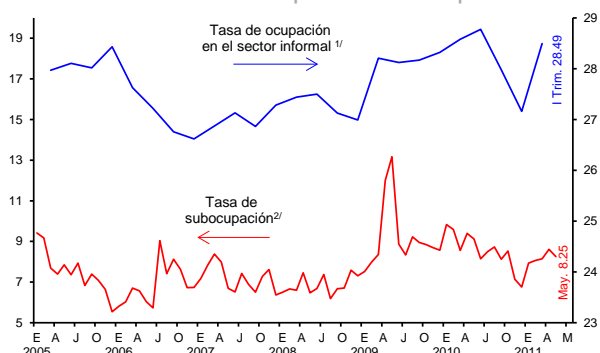
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Si bien ciertos indicadores de empleo formal en la economía han continuado aumentando, como los trabajadores asegurados en el IMSS, se considera que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral. En efecto, en mayo la tasa de desempleo mostró un nuevo incremento, en parte debido a que la tasa de participación económica se



ha incrementado a lo largo del año. A su vez, la tasa de subocupación así como la de la ocupación en el sector informal permanecieron en niveles relativamente elevados (Gráficas 19 y 20). Esto ha contribuido a que los aumentos salariales sigan siendo moderados. Asimismo, cabe señalar que el nivel de ingreso promedio de los empleos que se han venido generando en la economía parecería ser inferior al de los puestos de trabajo que se perdieron durante la fase más crítica de la recesión (Gráfica 21).

**Gráfica 20**  
**Tasas de Subocupación y de Ocupación en el Sector Informal**  
Por ciento de la población ocupada



1/ Datos desestacionalizados. Cifras al primer trimestre de 2011.  
2/ Datos desestacionalizados. Cifras a mayo de 2011.  
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

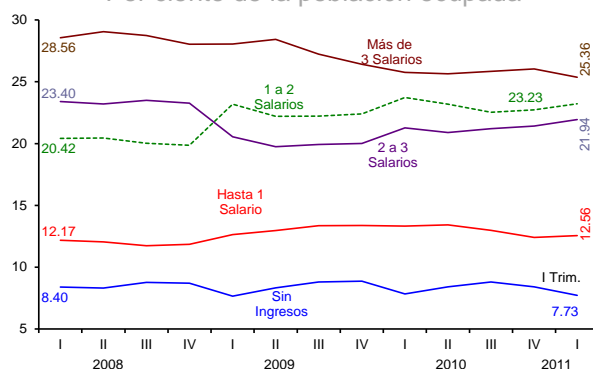
Por otro lado, la productividad media de la mano de obra ha seguido mostrando una tendencia creciente. Lo anterior, combinado con la referida evolución de las remuneraciones, se ha traducido en una reducción de los costos laborales unitarios (Gráfica 22). Así, estos últimos no se han constituido en un factor generador de presiones sobre los precios de los diferentes bienes y servicios.

El financiamiento total al sector privado no financiero continuó expandiéndose a un ritmo moderado y en congruencia con la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. Tanto el nivel como el ritmo de crecimiento de dicho financiamiento son reducidos en comparación con los registrados en otras economías emergentes, lo que puede estar contribuyendo al sobrecalentamiento de algunas de las economías referidas. A su vez, el incremento que se ha observado en la demanda de capital no ha encontrado dificultades para su financiamiento en el mercado de fondos prestables. De esta forma, la evolución del financiamiento dista de reflejar un problema de sobrecalentamiento en la economía y

no apunta hacia presiones sobre las tasas de interés.

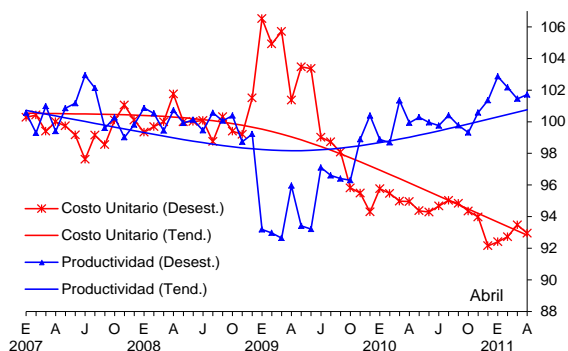
Congruente con lo anterior, continúan sin observarse presiones de demanda sobre los precios de los principales insumos, ni sobre las cuentas externas del país.

**Gráfica 21**  
**Ocupación por Rangos de Salario Mínimo**  
Por ciento de la población ocupada



Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

**Gráfica 22**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero**  
Índice 2008 = 100, a. e. y de tendencia

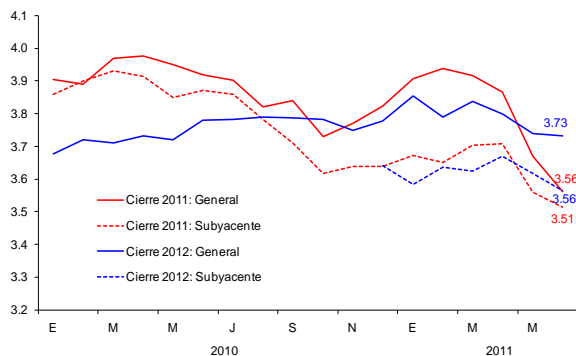


Fuente: Elaboración por Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

En el contexto descrito, las expectativas de inflación general para el cierre de 2011 continuaron con la tendencia a la baja registrada en los últimos meses. El promedio de estas expectativas en la encuesta recabada por Banco de México pasó de un nivel de 3.87 en la encuesta de abril uno de 3.56 por ciento en la de junio. Esta disminución ha sido tanto por una reducción en la expectativa del componente subyacente, como por el no subyacente. En particular, la media de las expectativas del primero

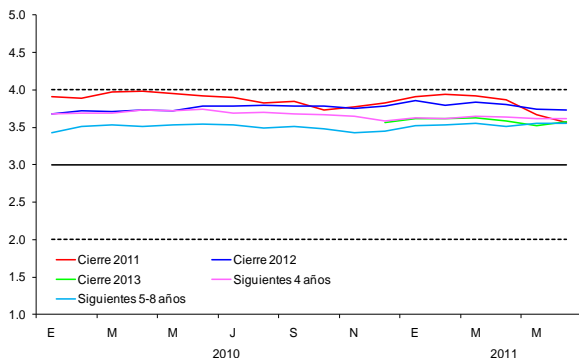
pasó de 3.71 a 3.51 por ciento en el periodo referido. Por su parte, el promedio de las expectativas para el cierre de 2012 registró ligeras disminuciones, pasando de un promedio de 3.80 por ciento en abril a 3.73 por ciento en el mes de junio. Lo anterior, debido a una disminución en el promedio de las expectativas del componente subyacente, que pasó de 3.67 a 3.56 por ciento de abril a junio (Gráfica 23). En lo que respecta a las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo, éstas se mantuvieron estables. El promedio para los siguientes 4 años permaneció en niveles alrededor de 3.6 por ciento, mientras que la expectativa para el periodo de 5 a 8 años se mantuvo en un nivel de 3.5 por ciento. De esta manera, se aprecia que las expectativas de inflación para los diferentes horizontes se encuentran dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento (Gráfica 24).

**Gráfica 23**  
**Expectativas de Inflación General y Subyacente**  
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

**Gráfica 24**  
**Expectativas de Inflación General para**  
**Diferentes Horizontes**  
Por ciento



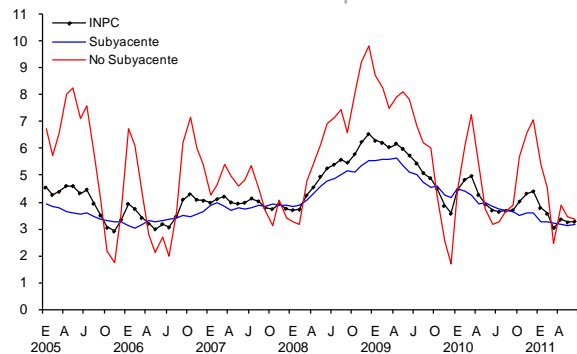
Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Durante los últimos meses las inflaciones general y subyacente anuales han exhibido niveles menores a los observados en el último lustro. En junio de 2011 la inflación general anual se situó en 3.28 por ciento, mientras que la inflación subyacente anual lo hizo en 3.18 por ciento. En contraste, en diciembre de 2010 estas cifras fueron 4.40 y 3.58 por ciento, respectivamente (Gráfica 25 y Cuadro 1).

La reducción de la inflación ha sido impulsada tanto por el componente subyacente como por el no subyacente. El primero de éstos es un reflejo de la trayectoria de mediano plazo de la inflación, mientras que el segundo es más volátil. Destaca que el nivel de la inflación anual de ambos componentes actualmente es cercano entre sí.

**Gráfica 25**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



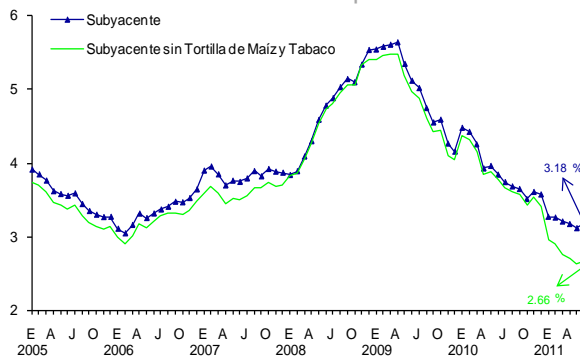
Fuente: Banco de México.

El nivel relativamente bajo que ha exhibido la inflación subyacente anual ha sido influido, en adición a la postura de la política monetaria, por diversos factores entre los que destacan una intensificación en los niveles de competencia entre cadenas comerciales así como entre empresas de telecomunicaciones, y la moderación en el ritmo de crecimiento de los precios de diversos servicios. Aún así, la baja de la inflación subyacente ha sido limitada por la mayor contribución del subíndice de precios de alimentos, bebidas y tabaco, destacado especialmente los aumentos en las cotizaciones de la tortilla de maíz y del tabaco. La exclusión de los genéricos referidos de la canasta habría situado en junio de 2011 a la inflación subyacente anual en un nivel de 2.66 por ciento (Gráfica 26).

La inflación no subyacente anual también ha contribuido de manera muy importante a la baja de

la inflación general. En particular, durante junio de 2011 este dato fue 3.34 por ciento, mientras que en diciembre de 2010 fue 7.09 por ciento. Dicha reducción ha sido consecuencia del comportamiento favorable tanto de los precios de algunos productos agropecuarios, como de las tarifas determinadas por distintos niveles de gobierno. Cabe señalar que la política de desliz adoptada por el Gobierno Federal para los precios internos de los energéticos ha aislado en buena medida a la inflación del choque observado en las cotizaciones externas.

**Gráfica 26**  
**Índice de Precios Subyacente**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

En lo que corresponde al pronóstico central sobre la inflación, se ratifica que lo más probable es que la inflación en 2011 y 2012 se encuentre en los intervalos dados a conocer en el último Informe sobre la Inflación. En este sentido, conviene recordar que la trayectoria de la inflación general anual con una mayor probabilidad de ocurrencia se encuentra entre 3 y 4 por ciento durante la segunda parte de 2011 y 2012. En lo que se refiere a la inflación subyacente, la trayectoria que tiene mayor probabilidad de suceder se ubica entre 3 y 3.5 por ciento para el segundo semestre de 2011 y en niveles ligeramente por debajo de 3 por ciento durante 2012.

El balance de riesgos sobre la trayectoria esperada de la inflación se ha modificado. Por una parte, la moderación en el crecimiento nacional sugiere que la brecha de producto se cerrará a una velocidad menor a la prevista. Por su parte, los precios internacionales de las materias primas han mostrado una disminución en las últimas semanas. En contraste, prevalece el riesgo que retorne la turbulencia en los mercados financieros internacionales, con el efecto que ello pudiera tener sobre la evolución del tipo de cambio. Por otra parte, no puede descartarse la posibilidad de que algunos precios agropecuarios repunten con su consecuente efecto sobre la inflación.

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

Concepto	Diciembre 2010	Mayo 2011	Junio 2011
<b>Índice General</b>	<b>4.40</b>	<b>3.25</b>	<b>3.28</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.58</b>	<b>3.12</b>	<b>3.18</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.82</b>	<b>4.12</b>	<b>4.36</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	6.25	6.87
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.48	2.43
<b>Servicios</b>	<b>3.36</b>	<b>2.30</b>	<b>2.19</b>
Vivienda	2.64	2.14	2.11
Educación (colegiaturas)	4.64	4.42	4.39
Otros servicios	3.58	1.67	1.46
<b>No Subyacente</b>	<b>7.09</b>	<b>3.45</b>	<b>3.34</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>6.96</b>	<b>3.26</b>	<b>2.73</b>
Frutas y Verduras	14.00	4.14	1.62
Pecuarios	2.46	2.87	3.69
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>7.16</b>	<b>3.59</b>	<b>3.61</b>
Energéticos	6.44	4.38	4.62
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	2.84	2.51

### 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 con derecho a voto (el Gobernador y los Subgobernadores presentes del Banco de México) respecto a la decisión de política monetaria.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en nuestro país continúa mostrando una tendencia positiva, aunque su ritmo de expansión parece haberse moderado recientemente. Asimismo, en lo que respecta a la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta reconoció los bajos niveles que ha alcanzado, en comparación con lo observado en el último lustro, y en particular, que la inflación de los servicios se encuentre en niveles históricamente reducidos. Así, la opinión de la mayoría de los miembros de la Junta es que, si bien han aumentado los riesgos a la baja en cuanto al crecimiento económico, el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la perspectiva de crecimiento para la economía mundial se ha revisado a la baja. Más aun, algunos miembros de la Junta indicaron que, más allá de la revisión que han presentado las expectativas de crecimiento global, el balance de riesgos de la economía mundial se ha deteriorado. En este contexto, un miembro de la Junta indicó que la desaceleración podría ser persistente y como evidencia de ello afirmó que la mediana de los pronósticos de diversas instituciones para el crecimiento del PIB del 2011 resultó el más bajo de todo el año. Otro miembro de la Junta manifestó su percepción de que la debilidad de la economía mundial es mucho más profunda que la que podría reflejar una observación coyuntural de la economía global y que ha quedado claro que las políticas tan expansionistas que se han aplicado no son sostenibles. No obstante, un miembro de la Junta consideró que el panorama económico mundial se mantiene positivo y que el pronóstico de crecimiento mundial sigue siendo significativo, ubicándose actualmente en 4 por ciento de acuerdo con el consenso de analistas económicos. A esto, otro miembro de la Junta respondió que, más allá de lo que podrían indicar los datos de muy alta frecuencia, es importante evaluar y medir con una perspectiva mucho más de tendencia y de largo plazo las posibilidades de crecimiento de las economías avanzadas, en las que, sobre todo en el

caso de Estados Unidos, se aprecia que están transitando hacia un equilibrio donde el ritmo de crecimiento del gasto será menor.

En cuanto a la actividad económica en Estados Unidos, algunos miembros de la Junta indicaron que una parte importante de los datos recientes que sugieren una desaceleración de esa economía se asocia con factores temporales, como lo son los problemas de suministro ocasionados por los desastres naturales de Japón y las alzas en los precios de las materias primas y la gasolina. Un miembro de la Junta argumentó que algunos de estos factores han empezado a revertirse y que se prevé un mayor crecimiento económico en Estados Unidos para 2012. No obstante, otro miembro de la Junta señaló que, si bien se espera un repunte en las exportaciones, los indicadores de producción manufacturera y de consumo siguen mostrando debilidad, por lo que la recuperación de esa economía se está revelando como una de las más decepcionantes.

Además, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que existen factores estructurales que afectarán el crecimiento de dicho país en una perspectiva de mayor plazo. Entre estos factores, destacaron la debilidad del mercado laboral y del de vivienda. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta mencionaron la incertidumbre generada por la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal y un retiro del impulso monetario, en un contexto de vulnerabilidad del gasto privado a dichos estímulos. Un miembro de la Junta señaló que ultimadamente la economía de Estados Unidos tiene que pasar por un proceso de saneamiento del balance de las familias para remediar el tema de sobreendeudamiento. Otro miembro de la Junta consideró que éste, de hecho, es el mayor problema que enfrenta la economía estadounidense y que resolverlo será un proceso largo y lento, ya que los precios de las casas siguen a la baja y el número de viviendas con capital negativo sigue creciendo. Un miembro de la Junta abundó en el tema al argüir que es necesario considerar la eliminación de impulsos fiscales anteriores a la crisis y la negociación del techo de la deuda. La presencia de estas debilidades estructurales llevó a concluir a algunos miembros de la Junta que es previsible que el crecimiento de la economía estadounidense en los siguientes años será moderado.

En cuanto a otras economías avanzadas, un miembro de la Junta argumentó que la situación de la Unión Europea está reflejando un trasfondo de tensiones acumuladas y más de una década de

inconsistencias macroeconómicas. Explicó que en una unión monetaria es necesario seguir una gran disciplina fiscal, vigilar el sistema financiero e impulsar la competitividad. Afirmó que se requerirá un gran ajuste en el corto plazo, que probablemente incluirá restricciones sustanciales de las políticas fiscales y un retiro del impulso monetario conforme los mercados lo permitan. Estos ajustes implicarán una menor actividad económica en Europa en el mediano y largo plazo, lo cual posiblemente vendrá acompañado de cierta turbulencia financiera. Un miembro de la Junta añadió que el deterioro de la situación financiera en Europa ha contribuido recientemente a que los inversionistas internacionales busquen refugios seguros, propiciando volatilidad en los tipos de cambio. Así, afirmó que se han registrado depreciaciones de varias monedas, incluido el peso contra el dólar, así como caídas en las bolsas de valores. Este miembro de la Junta considera que en el futuro cercano podría resurgir volatilidad derivada de los problemas europeos. Asimismo, un miembro de la Junta señaló que el pronóstico de la economía mundial incorpora no solo bajas sino alzas en la expansión de varias economías, como en los casos de Alemania y Canadá. En este sentido, otro miembro de la Junta indicó que Alemania ha mostrado resultados positivos debido a que ha sido de los muy pocos países que siguieron la disciplina necesaria para mantener el arreglo monetario dentro de la Unión Europea, y que se está beneficiando de un tipo de cambio relativamente depreciado, ya que el euro refleja las condiciones promedio de sus países y no de Alemania en particular. Otro miembro de la Junta añadió que, pese al dinamismo que muestra Alemania, la situación fiscal en la periferia europea parecería irse complicando y podría contagiar a otros países europeos, dada la exposición de sus sistemas financieros a la deuda soberana de los países en problemas. En este contexto, un miembro de la Junta señaló, en referencia a la deuda de Grecia, que Europa está enfrentando dificultades políticas para implantar las medidas de austeridad y para que se considere como voluntaria la renovación de esa deuda por parte de los acreedores privados. Asimismo, recalcó el riesgo de contagio de la situación griega hacia Portugal, Irlanda e incluso España.

En lo que corresponde al comportamiento de los precios, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que existen signos de sobrecalentamiento en varias economías emergentes. Por su parte, un miembro de la Junta mencionó que tanto las economías emergentes, como las desarrolladas muestran tendencias al alza

en sus inflaciones. Todos los miembros de la Junta señalaron que, en consecuencia, los bancos centrales han iniciado, o continúan aplicando, un ciclo restrictivo en sus políticas monetarias. Un miembro de la Junta apuntó que, dado que será necesario restringir el crecimiento de la demanda en esos países, se espera un menor crecimiento hacia adelante. Profundizando en el tema de la inflación a nivel mundial, un miembro de la Junta sugirió que el análisis tome en cuenta en qué parte del ciclo económico se encuentran los países y cuáles son las características de éste con respecto a ciclos anteriores, así como no nada más estudiar la tendencia de la inflación, sino también los niveles en los que se encuentra. En este sentido, afirmó que el nivel de inflación en la gran mayoría de las economías es muy inferior al observado en la fase similar del ciclo previo a la crisis, especialmente para las economías avanzadas.

Por otro lado, todos los miembros de la Junta argumentaron que el alza en los precios de las materias primas ha comenzado a revertirse. Un miembro de la Junta destacó en este contexto la reducción que han presentado los precios del petróleo, maíz, trigo, otros productos agrícolas y algunos metales industriales. Para ejemplificar la relevancia de lo anterior, un miembro de la Junta argumentó que, si en la segunda mitad del año el precio de la gasolina se mantiene al nivel actual, la inflación en Estados Unidos regresaría a un nivel por debajo del 2 por ciento. De acuerdo con otro miembro de la Junta, la elevación que los precios de las materias primas habían presentado no parecería haber impactado de manera importante a la inflación ni a sus expectativas, sobre todo en las economías avanzadas. Este miembro de la Junta afirmó que el presidente de la Reserva Federal comentó que parece haber poca evidencia de un traspaso importante de los precios de las materias primas al resto de los precios en la economía. Otro miembro de la Junta respondió que entonces habría que buscar cómo podría interpretarse el alza que ha presentado tanto la inflación en Estados Unidos, como en algún otro país avanzado, que si bien ciertamente no viene por claras presiones de demanda, aunque sea de bajo traspaso, sí parecería provenir del comportamiento de los precios de las materias primas. Un miembro de la Junta dijo que al excluir del índice de precios al consumidor la gasolina, la inflación muestra niveles bajos. Por su parte, otro miembro de la Junta indicó que tampoco se perciben signos de presión sobre la inflación provenientes de los salarios en la gran mayoría de las economías avanzadas. Un miembro de la Junta indicó que, si bien algunos bancos centrales han apretado sus políticas, en las últimas



semanas, el grado de urgencia que habían expresado en el pasado se ha amainado de manera notoria.

En lo que se refiere a la economía mexicana, todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en nuestro país continúa mostrando una tendencia positiva, aunque su ritmo de expansión parece haberse moderado recientemente. La mayoría de los miembros de la Junta coincide en que la desaceleración proviene principalmente de un menor ritmo de crecimiento de la demanda interna ya que, a juicio de todos los miembros de la Junta, las exportaciones han mantenido su dinamismo. En este sentido, un miembro de la Junta enfatizó en especial el dinamismo de las exportaciones no automotrices. La mayoría de los miembros señaló que se observó una moderación del ritmo de crecimiento de la actividad manufacturera en abril, lo cual pareció reflejar en gran medida los efectos de factores temporales. Entre ellos, un miembro de la Junta aludió al efecto de la Semana Santa y a las dificultades transitorias en la cadena de suministro de las armadoras automotrices asiáticas, los cuales para mayo parecen haberse superado.

Por su parte, como muestra del menor dinamismo del mercado interno, algunos miembros de la Junta mencionaron los bajos niveles de confianza del consumidor, mientras que otro enfatizó los datos de ventas de la ANTAD y los de la venta de vehículos al menudeo. En este mismo sentido, un miembro de la Junta expuso su preocupación sobre la posibilidad de que la desaceleración del consumo y la inversión sea más duradera, debido a las condiciones desfavorables que prevalecen en el mercado laboral. En específico, enfatizó la gran resistencia de la tasa de desempleo a disminuir. Un miembro de la Junta argumentó que, si bien el dinamismo de la economía se ha venido revisando a la baja, los pronósticos de crecimiento se mantienen altos tanto para 2011, como para 2012. Este miembro consideró que tal pronóstico es razonable ya que el sector servicios ha mostrado un dinamismo significativo, tal como lo manifiesta la tendencia del IGAE de dicho sector. En este sentido, este miembro de la Junta argumentó que la moderación en el ritmo de crecimiento del gasto interno refleja el rezago en la inversión, ya que las ventas al menudeo siguen aumentando. Incluso, enfatizó la expectativa de que esta expansión podría acelerarse en los próximos meses como resultado del avance en el empleo y de los salarios reales, así como de la reanimación del crédito incluyendo el de consumo, que en el presente año ha crecido significativamente. Este miembro de la

Junta opinó que la tendencia central de la brecha del producto presentará un gradual estrechamiento y tomará valores positivos a partir del segundo semestre del presente año con base en los pronósticos de crecimiento de los analistas económicos y del Banco de México. Ante estas afirmaciones, un miembro de la Junta consideró que el crecimiento de los servicios no debiera ser calificado como dinámico. En efecto, argumentó que el aparente dinamismo del sector servicios debe ser evaluado en perspectiva y, en este sentido, notar que su nivel actual está apenas moderadamente por encima del previo a la crisis. Agregó que el bajo crecimiento de precios que han presentado los servicios también es evidencia de que dicho sector no se está comportando tan dinámicamente y de que su evolución no debiese ser considerada un elemento de preocupación para la inflación. Asimismo, este miembro comentó que las perspectivas de aceleración del consumo no parecerían ser sustentables, dada la situación de holgura que prevalece en el mercado laboral y los aún bajos niveles de confianza del consumidor.

La opinión de que el mercado laboral continúa mostrando signos de holgura fue compartida por la mayoría de los miembros de la Junta. En específico, algunos miembros de la Junta señalaron que los costos unitarios de la mano de obra siguen disminuyendo. Asimismo, manifestaron que, aunque la demanda del crédito muestra signos de recuperación, no se considera que esté propiciando una aceleración no sostenible del consumo. Un miembro de la Junta añadió que el uso de la capacidad instalada también muestra cifras inferiores a las observadas antes de la crisis. En este sentido, algunos miembros de la Junta coincidieron en que la brecha del producto se cerrará a una velocidad considerablemente menor. Así, un miembro de la Junta afirmó que no se observan presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada. En congruencia con esta percepción, algunos miembros de la Junta expusieron que el déficit de la cuenta corriente previsto para 2011 y 2012 se mantiene moderado, lo que sugiere que no existe un desbordamiento del gasto en la actualidad.

En lo que respecta a la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta reconoció los bajos niveles que ha alcanzado en comparación con lo observado en el último lustro, y en particular, que la inflación de los servicios se encuentre en niveles históricamente reducidos. Un miembro de la Junta manifestó, dado estos resultados, que la postura monetaria actual del Banco de México ha sido y sigue siendo la correcta. Otro miembro de la Junta

indicó que la inflación se ha ubicado repetidamente por debajo de las expectativas de los analistas en los últimos meses, lo que ha llevado a una corrección de dichas expectativas para el cierre de 2011. Señaló también que a pesar de que dicha corrección para el caso de inflación subyacente en 2012 ha sido menor, el rango intercuartílico para la inflación subyacente para ese año de dichas expectativas también parece haber evolucionado favorablemente, si bien de manera moderada. En este contexto, un miembro de la Junta citó que los pronósticos de inflación general del Banco de México también se han ajustado a la baja.

Entre los factores que han contribuido a la convergencia de la inflación hacia la meta, un miembro de la Junta mencionó que el hecho de que el Banco de México haya limitado la reducción de las tasas de interés en 2009, ha permitido tasas de interés reales de corto plazo relativamente altas, lo cual seguramente está contribuyendo al comportamiento favorable que actualmente presenta la inflación. Este miembro comentó que esto también podría explicar el hecho de que, en contraste con otros países, en México ha sido posible posponer el ajuste en la postura de política monetaria. Un miembro de la Junta añadió que, además del efecto de la postura de política monetaria del Banco de México, la mayor competencia entre cadenas comerciales y tiendas departamentales, así como entre empresas de telecomunicaciones, han favorecido el comportamiento de la inflación. Algunos miembros de la Junta mencionaron la influencia que la inseguridad parece estar teniendo sobre el proceso de formación de los precios de algunos servicios, particularmente en las regiones del país identificadas como las de mayor inseguridad. Un miembro de la Junta consideró que, si bien datos recientes han sido favorables, se deberá cuidar que la baja reciente de la inflación no sea una vez más un logro efímero. Reflexionó que no deben tomarse las cifras recientes de inflación con excesivo optimismo, pues ello podría interpretarse como una señal de complacencia y argumentó que el Banco de México debe entregar a la sociedad lo que se ha comprometido y el compromiso se expresa concretamente en la meta, cuyo logro ha tomado muchos años. En este sentido, agregó que el Instituto Central debe lograr que las expectativas se anclen en el objetivo de 3 por ciento y, para ello, la política monetaria debe buscar capitalizar el excelente avance reciente. En este contexto, argumentó que la Junta de Gobierno del Banco de México debiese advertir que actuará de forma preventiva y proactiva, considerando el tiempo que toma la política monetaria para generar efectos, con

el fin de garantizar la continuación de la convergencia a la meta permanente de inflación anual de 3 por ciento. El llamado a la cautela y prudencia externado por este miembro se basó en tres consideraciones: primero, enfatizó que existen precedentes de periodos en México en los que una inflación estable y cercana a la meta de 3 por ciento ha sido seguida por una desviación duradera a la alza en el crecimiento de los precios. En segundo lugar, mencionó que varios factores que impulsaron la baja reciente de la inflación, como lo son el comportamiento de la brecha del producto y de los precios de bienes agropecuarios, muy probablemente se revertirán en el futuro. En este sentido, también mencionó que no convendría subestimar el impacto del aún alto precio de las materias primas en la inflación futura del país. Finalmente, señaló que algunos precios públicos experimentarán alzas estacionales a finales de año. Señaló, en este sentido, el caso particular de las tarifas eléctricas, cuya ponderación se ha incrementado con la nueva base del INPC y fue especialmente benéfica con la baja de las tarifas en verano.

Ante estas inquietudes, otro miembro de la Junta argumentó que la situación presente en términos de inflación es efectivamente benigna, si se considera la fase del ciclo actual y se compara con otros episodios. Como evidencia de ello, arguyó que el rubro que mejor mide las condiciones inflacionarias domésticas es la inflación de los servicios y de los bienes no comerciables y, en este sentido, ésta se encuentra en niveles históricamente reducidos. También manifestó que, al igual que otros bancos centrales, el Banco de México siempre incorpora en su análisis de la inflación a través del ciclo económico la posibilidad de que, por definición, algunos de sus determinantes se revertirán. Ante estas aseveraciones, un miembro de la Junta recordó que el objetivo de inflación del Banco Central es respecto al INPC y no respecto a un subíndice. A este comentario, otro miembro de la Junta respondió con la aclaración de que si bien dicho subíndice no es el objetivo del Banco Central, sí contiene información crucial para el diagnóstico de las presiones inflacionarias. En este sentido, añadió, es ciertamente relevante para la evaluación de las condiciones actuales que la inflación del índice de precios de los servicios esté en un punto históricamente bajo, a pesar de su tradicional reticencia a la baja.

Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que las expectativas de inflación de largo plazo se encuentran ancladas. Algunos miembros de la Junta enfatizaron el hecho de que

las expectativas de inflación para el cierre de 2011 han descendido. Otro miembro de la Junta argumentó que las expectativas de inflación para los próximos doce meses de los analistas han ido en aumento, lo que podría apuntar a que el control sobre la inflación podría no ser definitivo. Además, argumentó que las expectativas a doce meses para la inflación subyacente no han descendido claramente, mientras que las expectativas de inflación general para el mediano y largo plazos se encuentran por arriba de la meta. Finalmente, mencionó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario reflejada en los bonos de diez años se mantiene en aproximadamente 4 por ciento. Ante estos comentarios, un miembro de la Junta mencionó que es posible que las políticas de precios en el caso de los energéticos estén afectando el nivel de las expectativas de inflación de largo plazo. Asimismo, aclaró que lo que reflejan las expectativas a doce meses es un efecto temporal asociado con la inflación no subyacente, mismo que tenderá a desvanecerse, y que, en este contexto, lo relevante es notar que las expectativas de cierre para el próximo año son congruentes con la tendencia que se ha visto actualmente en la inflación. Otro miembro de la Junta recordó que el objetivo de inflación es permanente y no sólo para diciembre.

En cuanto al tipo de cambio como riesgo para la inflación, un miembro de la Junta indicó que éste se ha mantenido estable e incluso ha vuelto a mostrar una apreciación, a pesar de la mayor aversión al riesgo de los inversionistas derivada de la crisis fiscal en Grecia. Asimismo, destacó la eficiencia y profundidad del mercado cambiario. Otro miembro de la Junta advirtió que, aunque en este momento la posibilidad es remota, el tipo de cambio podría significar un riesgo para la inflación, ante un recrudecimiento de los eventos desfavorables del entorno internacional. Ante este comentario, otro miembro de la Junta reconoció que, si bien existe un riesgo de volatilidad cambiaria, su perspectiva es que el peso se mantenga relativamente fuerte en el mediano plazo, debido a que el diferencial de tasas se mantendrá favorable y a que el crecimiento económico es mayor en México con respecto a Estados Unidos. Por ello, considera que el tipo de cambio contribuirá a mantener la inflación relativamente baja.

En suma, la opinión de la mayoría de los miembros de la Junta es que, si bien han aumentado los riesgos a la baja en cuanto al crecimiento económico, el balance de riesgos para la inflación ha mejorado. En cuanto a esto último, un miembro de la Junta apuntó que los riesgos asociados a las

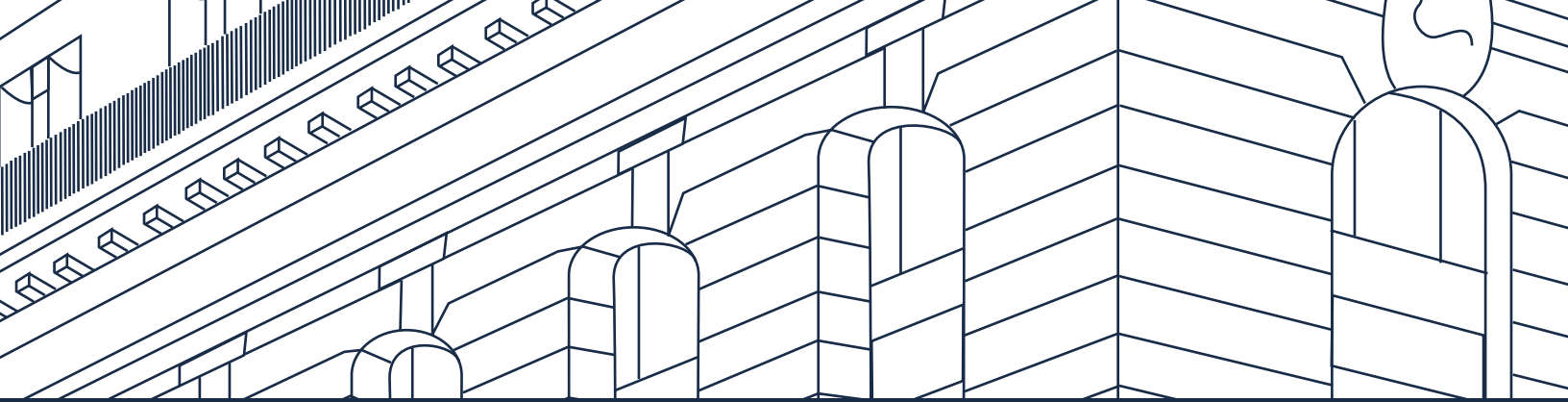
cotizaciones de los granos se han atenuado, si bien algunos miembros de la Junta previnieron que los precios de los productos agropecuarios han mostrado históricamente una gran volatilidad, por lo que podrían elevarse en el futuro. Otro miembro de la Junta reconoció que, si bien esto último podría suceder, los movimientos de los precios de bienes agropecuarios son un tanto impredecibles.

Finalmente, algunos miembros expusieron la importancia de que la Junta de Gobierno trate el comportamiento de la inflación de manera simétrica. Es decir, juzgan necesario que se actúe tanto en situaciones de presiones inflacionarias, como cuando la inflación se ubique por debajo de la meta. En este contexto, un miembro de la Junta argumentó que los pronósticos del Banco de México sobre la inflación han sido conservadores. Así, bajo ciertos escenarios, consideró que se podría observar una inflación subyacente, que es la que mejor mide la tendencia de la inflación, considerablemente por debajo del objetivo de inflación general de 3 por ciento en el mediano plazo. Reiteró en este contexto que se debe enfrentar este tipo de situaciones de manera simétrica.

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

La Junta de Gobierno del Banco de México, considerando las intervenciones hechas por sus integrantes y por los funcionarios invitados de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, resolvió mantener en 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Esta decisión se adoptó por unanimidad de votos.

Asimismo, dicho Órgano Colegiado decidió continuar vigilando el comportamiento de las expectativas de inflación, la brecha del producto, los precios de los granos y de otras materias primas, así como diversos determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios. En caso de que esta última eventualidad se materialice, la Junta de Gobierno ajustará oportunamente la postura monetaria para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 22 de julio de 2011

