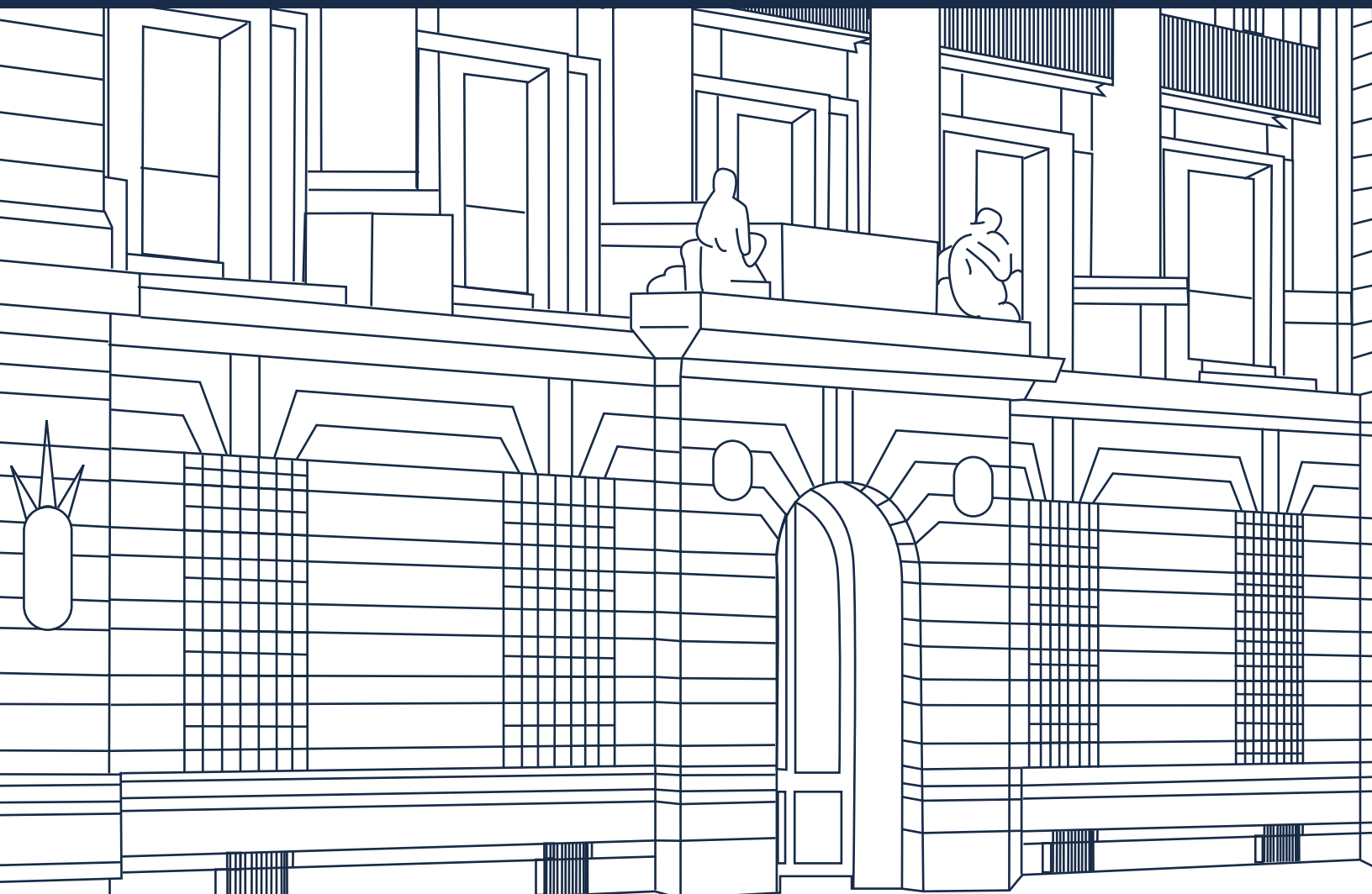




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 6

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 26 de agosto 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: 25 de agosto 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.

Dr. José Julián Sidaoui Dib, Subgobernador.

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.

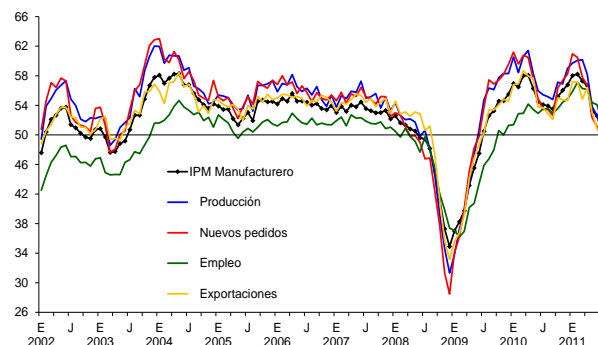
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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 entorno internacional se ha deteriorado de manera significativa en las últimas semanas. No obstante que los efectos adversos de los desastres naturales en Japón sobre las cadenas globales de producción han comenzado a disiparse y que los precios de las materias primas han comenzado a disminuir, la actividad global ha continuado perdiendo dinamismo. Incluso, los indicadores prospectivos de la actividad económica mundial han continuado deteriorándose de manera generalizada (Gráfica 1).

Gráfica 1
IPM Manufacturero Global (excl. Japón):
Componentes Seleccionados
Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit, PMI manufacturero.

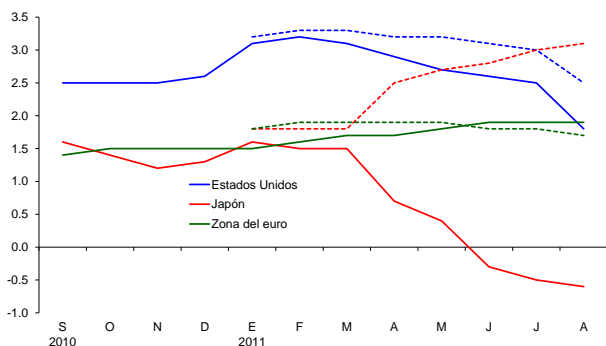
Los problemas estructurales que enfrentan las economías avanzadas han resultado más difíciles de resolver de lo anticipado, especialmente en Estados Unidos y en Europa. Esto en gran medida debido a que no se ha logrado alcanzar un consenso político para implementar medidas que aseguren la sostenibilidad fiscal y financiera, ya que aquellas que se han acordado han sido percibidas por los mercados como insuficientes. Así, los riesgos para la recuperación de la economía mundial han aumentado.

Por consiguiente, la perspectiva para las economías avanzadas es que su ritmo de recuperación se debilite aún más. Este panorama se ve reforzado, en particular en Estados Unidos, por el ineludible retiro del estímulo fiscal, ante las dificultades para incrementar el techo de endeudamiento y la disminución de la calificación de su deuda soberana por una agencia calificadora. Por su parte, en Europa, el escepticismo del mercado sobre la efectividad de las medidas para fortalecer los programas de apoyo financiero, incluyendo las nuevas facultades otorgadas al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF por sus siglas en inglés), ha contribuido a una moderación importante en las expectativas de crecimiento para esta zona.

En este contexto, las expectativas de crecimiento del PIB de Estados Unidos se revisaron sustancialmente a la baja debido, principalmente, a la moderación del consumo privado. El consenso de los pronósticos de crecimiento del PIB de Estados Unidos para 2011 se ha reducido de 3.2 por ciento en la encuesta de Blue Chip de febrero a 1.8 por ciento en la de agosto y el correspondiente a 2012 de 3.3 por ciento a 2.5 por ciento, en el

mismo periodo (Gráfica 2). Información oportuna sugiere que estos pronósticos se reducirán aún más.

Gráfica 2
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB en 2011 y 2012 ^{1/}
 Por ciento



1/ Las líneas punteadas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento para 2012.

Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos el crecimiento de la economía se mantuvo débil durante el segundo trimestre, luego de la marcada desaceleración observada en el primero. Por su parte, el ritmo de expansión de la producción industrial se redujo drásticamente durante el segundo trimestre respecto del primero, pasando de 4.8 a sólo 1.0 por ciento en tasa trimestral anualizada.

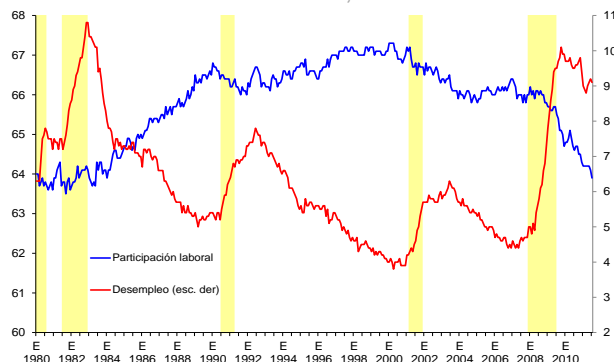
En el segundo trimestre el consumo privado en Estados Unidos continuó debilitándose. A pesar de los estímulos fiscal y monetario, el gasto de las familias se estancó en este periodo al registrar un crecimiento de 0.1 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de haber crecido 2.1 por ciento en el primer trimestre del año. El gasto de las familias, en adición al impacto del incremento del precio de la gasolina en los primeros meses del año, se ha visto afectado por la persistente debilidad de los precios de las casas, los problemas estructurales de desempleo, el proceso de desendeudamiento por el que atraviesan los hogares y un debilitamiento en la confianza de los consumidores.

Aunque la nómina no agrícola registró una mejora marginal en julio al registrar un crecimiento de 117 mil plazas, comparado con un aumento promedio de 50 mil plazas en los dos meses previos, esto dista considerablemente de ser suficiente para sugerir una recuperación del sector. De hecho, la tasa de desempleo se ha mantenido en alrededor de 9 por ciento desde principios de año. Ello a

pesar de la continua caída de la participación laboral (Gráfica 3).

A este entorno se añade la percepción de que las medidas de ajuste fiscal acordadas en Estados Unidos no son suficientes para alcanzar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo y que existe un deterioro de los mecanismos para alcanzar una consolidación fiscal, lo que condujo a la reducción en la calificación de la deuda soberana de dicho país antes mencionada. Esto implica una reducción significativa de los grados de libertad fiscales que tiene el gobierno de los Estados Unidos para por esta vía estimular la economía, lo que incidirá sobre las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos en el corto plazo.

Gráfica 3
EUA: Tasa de Desempleo y de Participación de la Fuerza Laboral ^{1/}
 Por ciento, a. e.



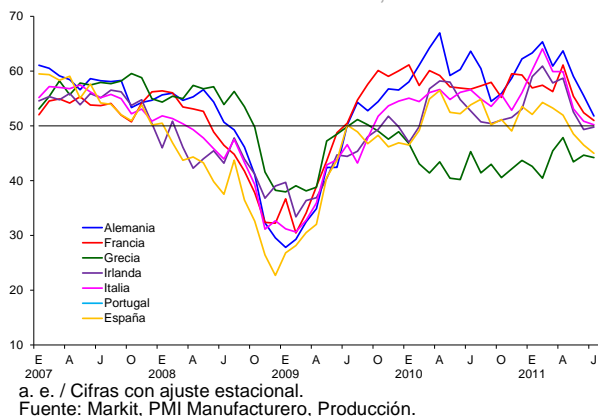
1/ La tasa de desempleo se encuentra en por ciento de la fuerza laboral, mientras que la de participación de la fuerza laboral se encuentra en por ciento de la población civil.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS.

La actividad económica en Europa se desaceleró notoriamente en el segundo trimestre. Ello en el contexto de una profunda crisis de confianza, en particular sobre la sostenibilidad de los programas de consolidación fiscal en varios países. Así, el PIB de la zona del euro aumentó en apenas 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, luego de la expansión de 3.4 por ciento en el primero. En particular, el PIB de Alemania mostró una notable disminución en su ritmo de expansión. Los indicadores prospectivos de actividad económica continuaron debilitándose de manera generalizada (Gráfica 4). Por su parte, las ventas al menudeo en términos reales siguieron disminuyendo en el segundo trimestre, en tanto que los índices de confianza de los negocios y del consumidor parecen sugerir un empeoramiento.

Gráfica 4
Economías Europeas: IPM Producción
 Índice de difusión, a. e.

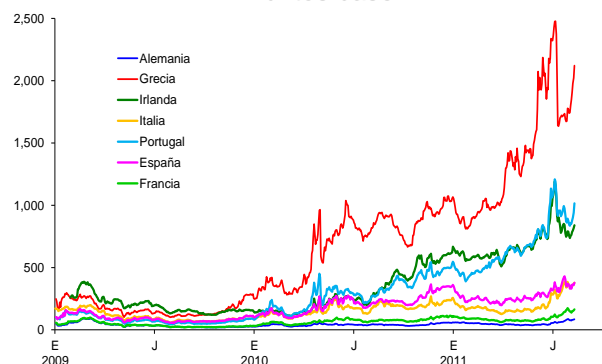


En este contexto de deterioro de las perspectivas de crecimiento de la región, la crisis en Europa se reflejó en un aumento significativo en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales a partir de las últimas semanas de julio, como se muestra en la siguiente sección. Destaca el importante incremento en los indicadores de riesgo soberano, en particular de países como España e Italia que ha provocado que las autoridades europeas consideren nuevas medidas para fortalecer la estrategia actual para enfrentar la crisis y limitar el contagio (Gráfica 5). Los Jefes de Estado de la zona del euro anunciaron en julio un nuevo programa de apoyo financiero a Grecia, así como una reducción en la tasa de interés y una ampliación en los plazos de los préstamos a Grecia, Irlanda y Portugal. El nuevo programa para Grecia también contempla la participación del sector privado a través de la reestructuración de la deuda. Por otro lado, como se mencionó, acordaron otorgar mayor flexibilidad al EFSF.

La percepción por parte de los inversionistas, de que la respuesta de las autoridades europeas resulta insuficiente para limitar el contagio ha provocado en las últimas semanas un rápido deterioro en la confianza y un periodo de significativa volatilidad en los mercados financieros. Las medidas adoptadas por las autoridades europeas a partir de finales de julio, entre las que destacan las compras de bonos de los gobiernos de Italia y España por parte del Banco Central Europeo (BCE), no han revertido el alza en los márgenes soberanos. Las condiciones en los mercados interbancarios se han tornado más restrictivas ante la percepción de mayor riesgo de contraparte, por lo que algunos bancos europeos han enfrentado

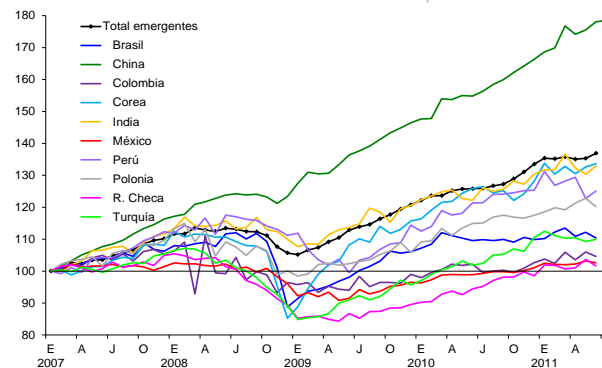
mayores dificultades para obtener financiamiento. Se anticipa que el menor crecimiento en Europa afectará las finanzas públicas, lo que a su vez dificultará aún más la consolidación de los balances de los bancos de la región.

Gráfica 5
Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago de Economías Europeas Seleccionadas
 Puntos base



En las economías emergentes se ha venido moderando su vigoroso ritmo de crecimiento. En particular, el ritmo de crecimiento de la producción industrial en estas economías ha perdido dinamismo (Gráfica 6).

Gráfica 6
Economías Emergentes: Producción Industrial^{1/}
 Índice enero 2007=100, a. e.



Por su parte, los precios de las materias primas continuaron con reducciones considerables ante la expectativa de un menor dinamismo de la actividad económica mundial y de la consecuente disminución en la demanda por mercancías. Destacan las reducciones que se observaron en los índices de precios de los energéticos y de los

alimentos. La excepción a este comportamiento fueron los metales preciosos (oro y plata), cuyos precios mostraron incrementos muy importantes al fungir como activos de refugio de valor (Gráfica 7). La reducción en los precios de las materias primas significa un riesgo adicional para el crecimiento futuro de las economías emergentes, aunque no para la inflación.

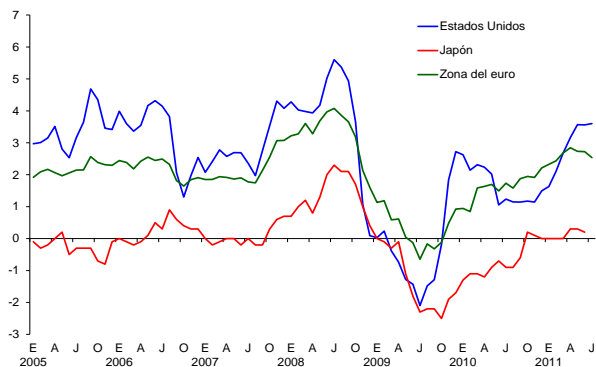
Gráfica 7
Materias Primas: Índice de Precios por Sector y Oro
Índice 31-Dic-2010=100



Fuente: Bloomberg.

La inflación general y subyacente en las economías avanzadas parece estar alcanzando sus niveles máximos, por lo que se espera que ésta comience a disminuir. Así, en Estados Unidos la inflación general se mantuvo en julio en 3.6 por ciento por tercer mes consecutivo (Gráfica 8). Por su parte, la inflación subyacente aumentó de 1.6 por ciento en junio a 1.8 por ciento en julio.

Gráfica 8
Inflación General Anual de Economías Avanzadas Seleccionadas
Por ciento



Fuente: Bloomberg

El Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal señaló en su comunicado del 9 de agosto de 2011 que espera un ritmo de crecimiento

en los siguientes trimestres menor a lo que se esperaba anteriormente. El Comité prevé que la inflación se reduzca en los siguientes trimestres a niveles congruentes o menores a los de su mandato, a medida que continúen disipándose los efectos de los incrementos en los precios de la energía y de otros productos primarios. Asimismo, anunció que mantendrá el intervalo objetivo de la tasa de fondos federales de 0 a 1/4 por ciento cuando menos hasta mediados de 2013.

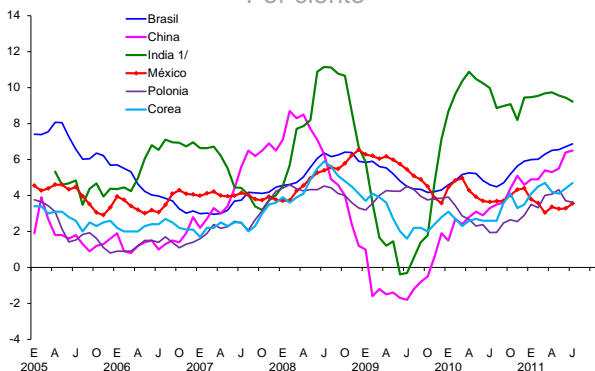
Además, el comunicado de la Reserva Federal menciona que se discutieron una serie de instrumentos de política a su disposición para promover una recuperación económica más fuerte en un contexto de estabilidad de precios, lo que deja abierta la posibilidad de implementar mayores medidas de estímulo en caso de que se acentúe la moderación en la actividad económica.

En la zona del euro, la inflación general anual disminuyó a principios del tercer trimestre, aunque se mantiene por encima del objetivo del BCE. En su comunicado de agosto este banco central mantuvo sin cambio su tasa de interés de política, interrumpiendo el retiro del estímulo monetario que había estado llevando a cabo. Asimismo, destacó en su comunicado la intensificación de los riesgos a la baja del crecimiento.¹ Además, el BCE anunció que, ante las renovadas tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro, decidió, entre otras acciones, extender al menos hasta enero de 2012 sus medidas de liquidez no convencionales.

Si bien, en general, el crecimiento en las economías emergentes ha perdido vigor, el aumento del crédito en algunas de estas economías ha sido significativo. En este sentido, en algunos casos persisten condiciones de sobrecalentamiento y presiones inflacionarias, ante lo cual algunos bancos centrales han retirado parte del fuerte estímulo monetario introducido en el pasado (Gráfica 9).

¹ Si bien reiteró que continuará monitoreando muy de cerca la evolución de los riesgos al alza para los precios.

Gráfica 9
Inflación General Anual de Economías Emergentes Seleccionadas
 Por ciento



1/ Se refiere a la inflación de los precios al mayoreo.
 Fuente: Oficinas nacionales de estadística de cada país.

Cabe resaltar que en las últimas semanas diversos bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, han comenzado a moderar su discurso restrictivo respecto a la política monetaria. Inclusive, en algunos casos, haciendo una pausa en el retiro del estímulo monetario que habían venido llevando a cabo, debido a los mayores riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y a la disminución de los precios de las materias primas.

Así, el balance de riesgos para el crecimiento de la economía global continuó deteriorándose, al tiempo que el correspondiente a la inflación mostró una ligera mejoría.

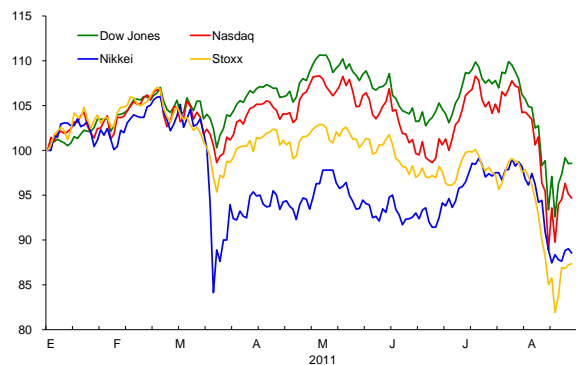
2.2. Evolución financiera reciente

El comportamiento desfavorable de los mercados financieros se intensificó durante las últimas semanas ante la publicación de diversos indicadores económicos que confirmaron el debilitamiento de la actividad económica en la mayoría de los países avanzados. Asimismo, como se señaló en la sección anterior, la falta de acuerdos concretos para resolver la crisis de deuda pública en Europa y para instrumentar un programa de ajuste fiscal contundente de mediano plazo en Estados Unidos contribuyó al pesimismo de los mercados.

Destacó la elevada volatilidad que se observó en la mayoría de los mercados financieros, particularmente en los cambiarios y accionarios. De hecho, algunos indicadores de la volatilidad esperada alcanzaron niveles no vistos desde finales de 2008.

El deterioro de los mercados financieros se evidenció particularmente en la fuerte caída de los índices accionarios, algunos de los cuales perdieron más de 15 por ciento en el último mes (Gráfica 10). En particular, los precios de las acciones de instituciones financieras fueron de los más afectados. Al respecto, los precios de las acciones de muchos de los bancos considerados como sistémicamente importantes mostraron disminuciones pronunciadas, en algunos casos siendo éstas superiores al 20 por ciento.

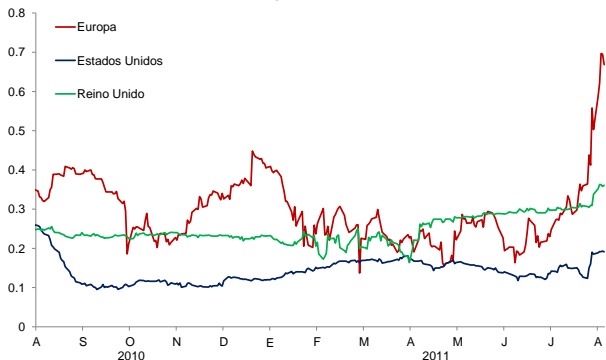
Gráfica 10
Principales Mercados Accionarios
 Índice 31-Dic-2010=100



Fuente: Bloomberg.

La mayor aversión al riesgo también se extendió a los mercados de financiamiento de corto plazo. En este sentido, el diferencial entre las tasas en el mercado interbancario (libor) y la expectativa de las tasas de referencia de los bancos centrales (overnight index swaps) aumentó de forma importante, particularmente en el mercado europeo (Gráfica 11). De hecho, la percepción de un mayor riesgo de crédito bancario en Europa no mostró mejora alguna a pesar de la publicación de los resultados de las pruebas de estrés a los bancos de esa región, las cuales concluyeron, sin mucha credibilidad, que la mayoría de esas instituciones financieras están adecuadamente capitalizadas. De igual modo, en el mercado de deuda corporativa los diferenciales de tasas de interés entre los bonos gubernamentales y los de menor calidad crediticia aumentaron significativamente.

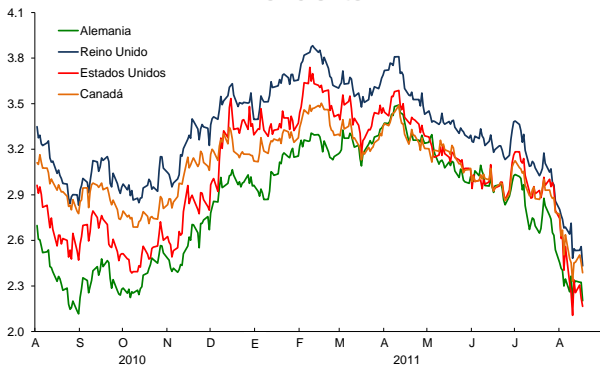
Gráfica 11
Diferencial entre Tasa de Fondo Interbancario
y la Expectativa de Tasa de Interés de
Referencia de los Bancos Centrales ^{1/}
 Puntos porcentuales



1/ La tasa de fondeo interbancario está representada por la tasa Libor a tres meses, mientras que la expectativa de tasa de interés de referencia de los bancos centrales se representa por el Overnight Index Swap.
 Fuente: Bloomberg.

En contraste, la demanda de instrumentos de alta liquidez y con mínimo riesgo de crédito aumentó considerablemente. Sobresalió la caída de casi un punto porcentual de las tasas de interés de largo plazo de títulos gubernamentales de los Estados Unidos. Ello, a pesar de la disminución de la calificación de deuda soberana de largo plazo de este país por parte de una agencia calificadora. De igual manera, las tasas de interés en el Reino Unido y Alemania alcanzaron niveles históricamente bajos en casi todos sus plazos (Gráfica 12).

Gráfica 12
Rendimiento de las Notas
Gubernamentales de 10 Años
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

En los mercados cambiarios, el franco suizo y el yen fungieron también como activos de resguardo ante eventos de rebalanceo de riesgo, lo cual les generó una fuerte apreciación frente al resto de las

divisas. Esto último motivó a que las autoridades de Suiza y Japón tomaran medidas tanto de política cambiaria como monetaria para contener la fortaleza de sus monedas y mitigar el efecto negativo de ésta sobre sus economías.

Como se mencionó previamente, las autoridades financieras de Europa y Estados Unidos anunciaron una serie de medidas para tratar de restablecer un funcionamiento más ordenado de sus mercados. No obstante, la percepción de los inversionistas de que dichas medidas son insuficientes para solucionar los problemas en Europa y Estados Unidos ha propiciado que los mercados financieros internacionales sigan vulnerables al deterioro de las expectativas de crecimiento económico global y a la inestabilidad de los mercados de financiamiento interbancario y soberano en Europa. Es de esperarse que la turbulencia en los mercados financieros se acentúe en los próximos meses como resultado de la incertidumbre de las políticas fiscal y monetaria. Adicionalmente, la crisis en la zona del euro podría intensificarse nuevamente debido a los fuertes requerimientos de financiamiento en los próximos meses de algunos países de importancia sistémica en la región (España e Italia) y al deterioro de los sistemas financieros ante las menores perspectivas de crecimiento.

2.2.1 Mercados emergentes

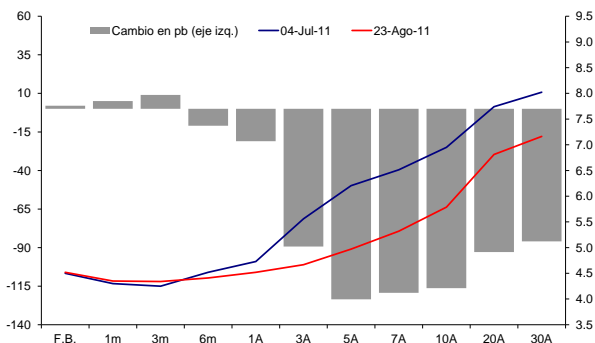
Los activos financieros de los principales países emergentes también se vieron afectados de manera negativa durante estas últimas seis semanas. La mayoría de sus divisas se depreciaron frente al dólar y en algunas de ellas se observaron también niveles de volatilidad no vistos desde la crisis financiera de 2008 y 2009. No obstante lo anterior, las tasas de interés registraron importantes disminuciones, que se tradujeron en un aplanamiento de la mayoría de las curvas de rendimiento.

2.2.2 Mercados en México

A pesar de la alta volatilidad observada en los mercados internacionales, el peso presentó un comportamiento ordenado, si bien registró una depreciación ligeramente mayor que la de otras divisas de países emergentes. La debilidad relativa del peso se explicó principalmente por los riesgos de una mayor desaceleración de la economía de Estados Unidos.

Durante el periodo entre decisiones de política monetaria, se registró una importante destrucción de posiciones largas en pesos por parte de participantes extranjeros con horizontes de inversión de corto plazo. A pesar de ello las tasas de interés mostraron disminuciones considerables a lo largo de toda la curva de rendimiento. Dichas disminuciones fueron más importantes en los plazos medios y largos de la curva, donde incluso se observaron niveles mínimos históricos en muchos de ellos (Gráfica 13). La disminución de las tasas de interés respondió a la percepción de una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico global, a la expectativa de que las tasas de interés permanecerán bajas en la mayoría de las economías desarrolladas, y a las mejores expectativas de inflación en México. De hecho, los sólidos fundamentos de la economía mexicana generaron nuevamente una importante demanda por valores gubernamentales de largo plazo por parte de los inversionistas institucionales del exterior, ubicando su tenencia en estos valores en niveles máximos históricos.

Gráfica 13
Curva de Rendimiento
Puntos base, Por ciento



Fuente: Bloomberg.

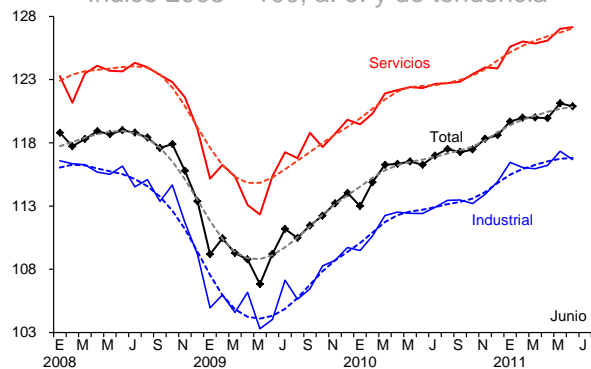
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Los indicadores oportunos disponibles sugieren que la actividad productiva del país continúa presentando una tendencia positiva, si bien a un ritmo más moderado. En particular, en junio el IGAE mostró una disminución mensual desestacionalizada de 0.21 por ciento (aumento de 0.99 por ciento el mes anterior). Si bien el comportamiento más reciente del IGAE no necesariamente implica un cambio en su tendencia positiva, sí podría estar reflejando una incipiente

desaceleración en algunos de sus componentes (Gráfica 14). Asimismo, cabe señalar que en los meses recientes las expectativas para el crecimiento de la economía mexicana en el presente y próximo años se han ido revisando a la baja. En efecto, en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México correspondiente a julio de 2011, el crecimiento esperado del PIB en 2011 fue en promedio 4.24 por ciento y para 2012 4.09 por ciento. Dichas tasas se comparan con las obtenidas en la encuesta previa, las cuales habían sido de 4.31 y 4.14 por ciento, en el mismo orden.

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2003 = 100, a. e. y de tendencia



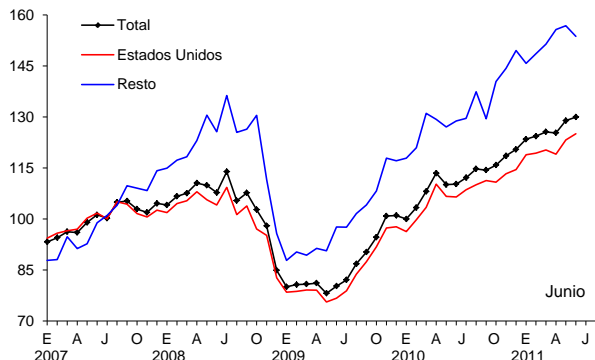
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.
a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

En lo que corresponde a la demanda externa, las exportaciones de productos manufacturados han seguido registrando un desempeño favorable, tanto las correspondientes al sector automotriz, como las de los demás sectores. Lo anterior parecería indicar que aún no se ha observado de manera clara un impacto de la desaceleración de la economía de Estados Unidos (Gráfica 15). Sin embargo, conviene señalar que las economías del cinturón de las manufacturas (denominado en inglés "rust belt") de Estados Unidos han comenzado a presentar señales recesivas en los últimos meses. Si bien esto aún es muy incipiente y todavía no repercute en México, las fases de expansión y recesión de las economías de las regiones norte y centro del país han mostrado en el pasado una elevada coincidencia con las de las mencionadas economías de los Estados Unidos.

Por su parte, otros indicadores parecen sugerir que algunos componentes del gasto interno se podrían estar desacelerando. Tal evolución se puede observar tanto en las ventas internas,

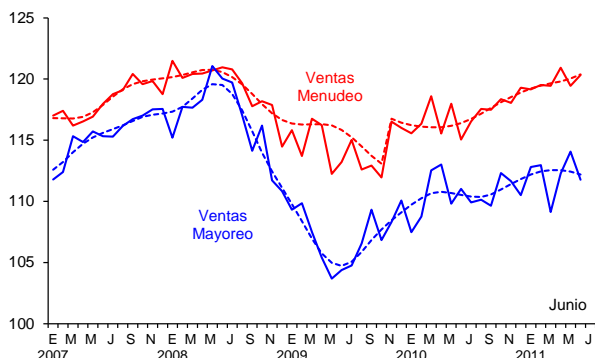
particularmente en las correspondientes a los establecimientos al mayoreo, como en los gastos en inversión (Gráfica 16 y Gráfica 17).

Gráfica 15
Exportaciones Manufactureras
Índice 2007 = 100, a. e.



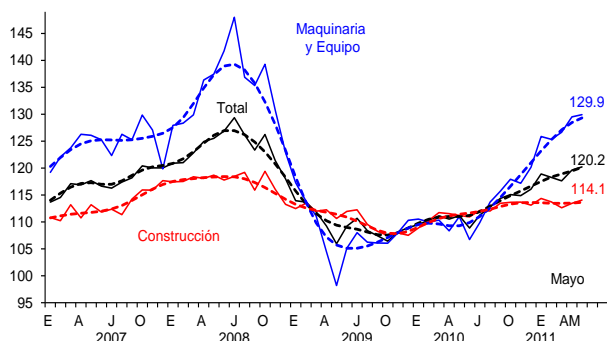
Fuente: Banco de México.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Gráfica 16
Ventas en Establecimientos Comerciales
Índice 2003 = 100, a. e. y de tendencia



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

Gráfica 17
Inversión y sus Componentes
Índice 2005=100, a. e. y de tendencia



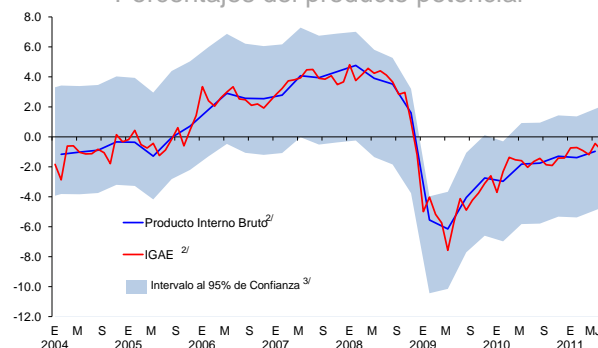
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

Los resultados del PIB al segundo trimestre de 2011 y del IGAE a junio pasado indican que la brecha del producto se ha venido cerrando a un ritmo menor al anticipado, manteniéndose en terreno negativo (Gráfica 18). Esto sugeriría que los niveles en los que ha estado operando la economía no han generado presiones generalizadas sobre los precios y tampoco se prevé que se observarán en los siguientes meses.

Gráfica 18
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



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

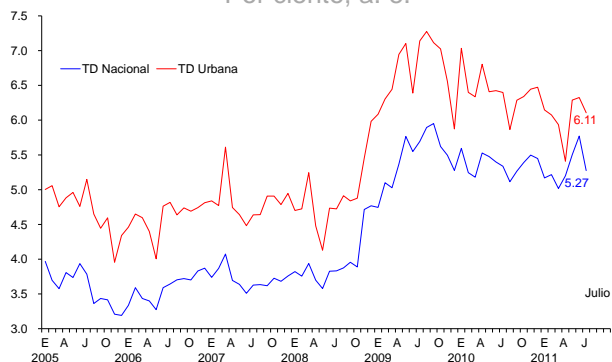
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2011; cifras del IGAE a junio de 2011.

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

Fuente: INEGI y Banco de México.

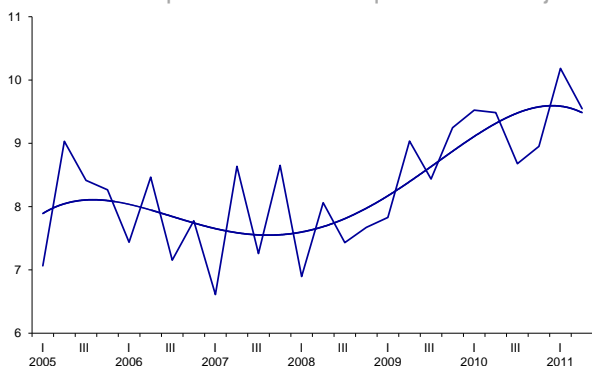
En este contexto, el análisis del mercado laboral sugiere que continúa observándose una ausencia de presiones sobre los precios derivada del uso del factor trabajo. En particular, si bien el empleo formal ha continuado aumentando, la mayoría de los indicadores de dicho mercado sugieren que aún se observan condiciones de holgura. En efecto, las tasas de desempleo (julio) y de ocupación en el sector informal (segundo trimestre) se mantuvieron en niveles elevados (Gráfica 19). Por su parte, la tasa de subocupación mostró en julio un aumento. En adición a lo anterior, la duración del desempleo permanece elevada. En promedio los desempleados actualmente tardan más en encontrar un nuevo empleo, en comparación con lo observado antes de la crisis (Gráfica 20). Así, la holgura en el mercado laboral ha seguido contribuyendo a que los aumentos salariales continúen siendo moderados.

Gráfica 19
Tasa de Desocupación
Por ciento, a. e.



Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Gráfica 20
Duración del Desempleo
Semanas promedio en búsqueda de trabajo

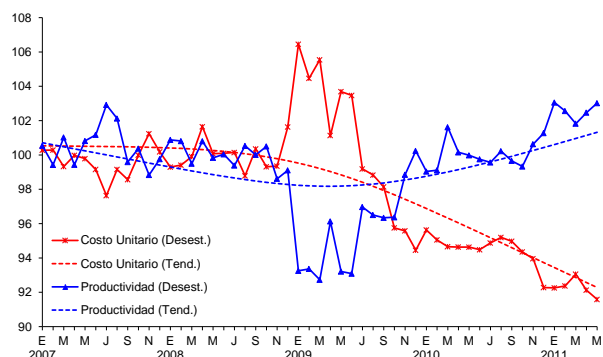


Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

La referida evolución de las remuneraciones, aunada a un aumento de la productividad de la mano de obra, se ha traducido en una reducción de los costos laborales unitarios (Gráfica 21). Así, estos últimos siguen sin constituirse en un factor generador de presiones sobre los precios de los bienes y servicios.

Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado con la moderada recuperación iniciada a partir de mediados del año anterior. El nivel y el ritmo de crecimiento de este financiamiento todavía son reducidos en comparación con los observados en otras economías emergentes. Así, 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 no ha dado indicios de un posible sobrecalentamiento de la economía ni apunta hacia presiones sobre las tasas de interés.

Gráfica 21
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 de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente

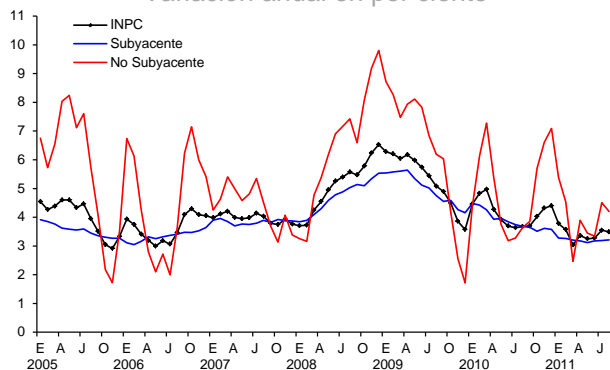
2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual durante todo lo transcurrido de 2011 se ha situado dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual entorno a la meta de 3 por ciento. Además, en el periodo referido la inflación subyacente –indicador que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la inflación general– se ha mantenido en niveles cercanos a 3 por ciento. Al respecto, es conveniente enfatizar que las variaciones anuales del subíndice subyacente de los servicios, que es el que mejor refleja los factores domésticos que afectan a la inflación, han registrado mínimos históricos al aproximarse a niveles de 2 por ciento.

Así, durante la primera quincena de agosto de 2011 la inflación general anual se situó en 3.49 por ciento (en julio fue 3.55 por ciento). La inflación subyacente anual fue 3.21 por ciento (en julio fue 3.19 por ciento), mientras que la no subyacente fue 4.20 por ciento (en julio fue 4.51 por ciento, Gráfica 22 y Cuadro 1).

Al interior del componente subyacente, las tasas de variación anual de los subíndices de precios de los servicios y de las mercancías no alimenticias continuaron exhibiendo niveles bajos y cercanos a 2 por ciento. La inflación anual del subíndice de las mercancías no alimenticias en la primera quincena de agosto fue 2.19 por ciento y la correspondiente del subíndice de precios de los servicios fue 2.27 por ciento.

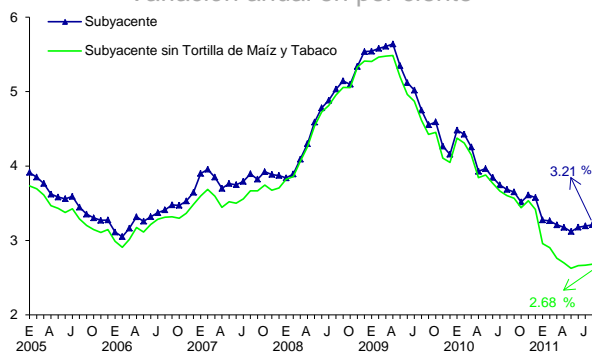
Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

El nivel alto que sigue registrando la tasa de variación anual del subíndice de precios de los alimentos, bebidas y tabaco, como consecuencia en gran parte de las alzas que se presentaron en las cotizaciones de la tortilla de maíz y del tabaco al inicio del año, ha sido un factor que ha impedido una mayor disminución en la inflación subyacente anual. La exclusión de dichos genéricos de la canasta del subíndice referido, ubicaría a la inflación subyacente anual en 2.68 por ciento durante la primera quincena de agosto de 2011, cifra que resulta 0.53 puntos porcentuales menor a la observada (3.21 por ciento, Gráfica 23).

Gráfica 23
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



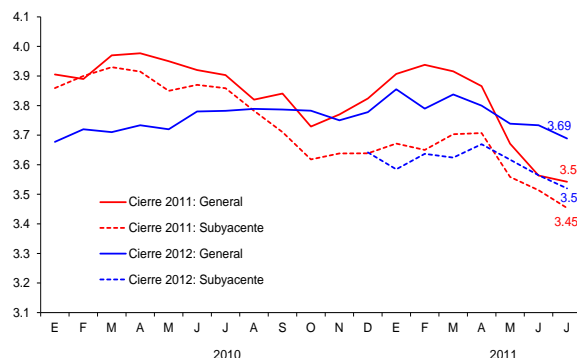
Fuente: Banco de México e INEGI.

En congruencia con lo anterior, durante los últimos meses las expectativas de inflación de los analistas económicos para los horizontes de corto plazo han registrado disminuciones de acuerdo a la encuesta recabada por Banco de México (Gráfica 24). El promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2011 disminuyó de 3.87 por ciento en la encuesta de abril, a 3.54 por ciento en la de julio. Asimismo, la media de las expectativas del

componente subyacente se redujo de 3.71 a 3.45 por ciento y el promedio de la expectativa implícita para la inflación no subyacente pasó de 4.39 a 3.83 por ciento, en el lapso referido. Por su parte, la media de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 registró una disminución más moderada, al pasar de 3.80 por ciento en abril a 3.69 por ciento en julio. En este caso, el promedio de la expectativa de inflación subyacente para dicho horizonte se redujo de 3.67 a 3.52 por ciento en igual periodo, mientras que la media de la correspondiente a la no subyacente pasó de 4.23 a 4.24 por ciento.

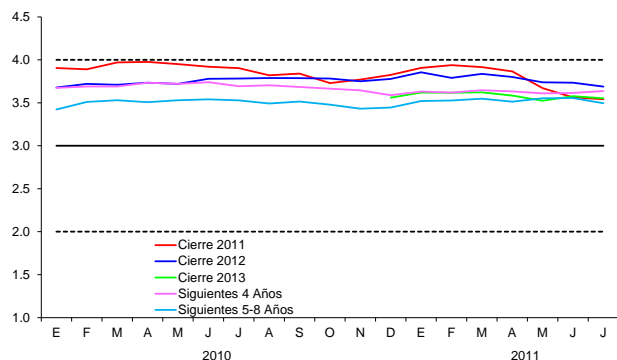
Para horizontes de mayor plazo, las expectativas de inflación se han mantenido estables en los últimos meses. El promedio de las expectativas de inflación para el cierre de 2013 y para los siguientes 4 años permanecieron alrededor de 3.6 por ciento, mientras que la correspondiente al promedio para el periodo de 5 a 8 años se mantuvo cerca de 3.5 por ciento. Lo anterior muestra que las expectativas de inflación para los diferentes horizontes permanecen ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 25).

Gráfica 24
Expectativas de Inflación General y Subyacente
Por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, de Banco de México.

Gráfica 25
Expectativas de Inflación General para
Diferentes Horizontes
 Por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, de Banco de México.

En lo que corresponde al pronóstico sobre la inflación, con relación a las proyecciones que se presentaron en el Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2011, éste se mantiene sin cambios para lo que resta del presente año así como para 2012. Así, se estima que lo más probable para lo que resta de 2011 y 2012 es que la inflación general anual se encuentre entre 3 y 4 por ciento. Asimismo, para el caso de la inflación subyacente anual, se prevé que ésta se sitúe entre 3.0 y 3.5 por ciento durante la segunda parte de 2011, y que sea ligeramente menor que 3 por ciento durante 2012.

La trayectoria futura de la inflación puede verse afectada por la materialización de diversos riesgos, entre los cuales destacan tres:

1. La inquietud en los mercados financieros internacionales podría repercutir en niveles altos de volatilidad del tipo de cambio, lo cual podría tener un impacto en los precios de las mercancías.
2. Como se ha señalado en varias ocasiones, las cotizaciones de los productos agropecuarios usualmente exhiben un alto grado de volatilidad, por lo que no puede descartarse que ocurra un repunte de éstas durante los próximos meses.
3. Una revisión a la baja mayor a la prevista en las tasas de crecimiento de la economía norteamericana, y consecuentemente en las correspondientes a la economía nacional, podrían traducirse en menores presiones inflacionarias –lo que tendría un mayor impacto en el sector servicios.

En síntesis, se considera que el balance de riesgos sobre las trayectorias futuras de las tasas de crecimiento de la actividad económica, así como de la inflación, se han modificado. Por una parte, han aumentado los riesgos que podrían afectar adversamente el desempeño de la actividad económica. Por otra, han disminuido los riesgos que incidirían al alza sobre la inflación.

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

Concepto	Diciembre 2010	Julio 2011	Agosto 2011 1a Qna
Índice General	4.40	3.55	3.49
Subyacente	3.58	3.19	3.21
Mercancías	3.82	4.49	4.32
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	7.22	7.09
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.39	2.19
Servicios	3.36	2.10	2.27
Vivienda	2.64	2.07	2.02
Educación (colegiaturas)	4.64	4.35	4.94
Otros servicios	3.58	1.30	1.62
No Subyacente	7.09	4.51	4.20
Agropecuarios	6.96	5.65	5.17
Frutas y Verduras	14.00	6.07	4.68
Pecuarios	2.46	5.58	5.70
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.16	3.78	3.60
Energéticos	6.44	4.79	4.46
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	2.68	2.68

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

Todos los miembros de la Junta de Gobierno expresaron que prevalece un entorno de volatilidad en los mercados financieros globales y que las perspectivas económicas mundiales se han deteriorado. Asimismo, todos los miembros de la Junta sostuvieron que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana se ha deteriorado y la mayoría de ellos consideró que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

Por lo que se refiere al entorno económico mundial, todos los miembros de la Junta afirmaron que éste se ha deteriorado y que prevalece un ambiente de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Todos los miembros coincidieron que la inestabilidad financiera global se acentuó a finales de julio, como reflejo principalmente de la debilidad económica y de los problemas fiscales en Estados Unidos, de la crisis de deuda soberana en varios países de Europa y de la percepción de debilidad del sistema bancario de dicho continente. De hecho, un miembro de la Junta mencionó que el ambiente financiero podría deteriorarse aún más en el futuro si, como parece ser lo más probable, continúan las señales del debilitamiento económico y no se disipan las dudas respecto a la solución de los problemas de la Unión Monetaria Europea.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que el deterioro económico observado en las últimas semanas no se trata de un cambio en el margen, sino de un cambio fundamental o parteaguas que pone a la economía mundial en un terreno diferente. Un miembro de la Junta agregó que, por primera vez, se cuestionó seriamente la cohesión de la Unión Monetaria Europea y, también por primera vez, se redujo la calificación crediticia de los Estados Unidos. Agregó que esta situación se debe a factores políticos muy enraizados en esos países que no se van a resolver rápidamente. Asimismo, señaló que no se ha presentado una respuesta efectiva, oportuna y contundente por parte de las autoridades, a pesar de que el

deterioro de las condiciones económicas así lo requiere.

La mayoría de los miembros de la Junta notó que, como reflejo de la inestabilidad global, la búsqueda de un refugio seguro por parte de los inversionistas se ha acrecentado. Algunos miembros de la Junta arguyeron que esto condujo a un fortalecimiento del precio del oro, del franco suizo y del yen frente al dólar. Un miembro de la Junta destacó que, a su vez, esta búsqueda de refugio seguro también fortaleció al dólar americano frente a la mayoría de las monedas de los mercados emergentes. Por su parte, otro miembro de la Junta agregó que la apreciación del franco suizo y del yen ocasionó que los bancos centrales de Suiza y Japón anunciaran un relajamiento sin precedente de sus políticas monetarias. Asimismo, otro miembro de la Junta argumentó que la referida demanda por activos de refugio ocasionó disminuciones en las tasas de interés de los principales países industrializados, alcanzando éstas en algunos casos niveles históricamente bajos.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que ha aumentado el pesimismo sobre el crecimiento económico mundial. Un miembro de la Junta recordó que en agosto el consenso de los analistas redujo su pronóstico sobre el crecimiento del PIB mundial para 2011, si bien continúa ubicándose cerca del 4 por ciento. Además, recalcó que la degradación en las expectativas de crecimiento no ha sido generalizada ya que Canadá, Alemania y la zona del euro registraron una mejoría. Otro miembro de la Junta manifestó que se corrigieron a la baja no sólo los pronósticos de corto plazo, sino también los de 2012.

En el caso particular de la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta enfatizó la desaceleración que ha manifestado y la revisión a la baja en las expectativas de crecimiento. En específico, un miembro de la Junta resaltó la revisión sustancial a la baja de las cifras de crecimiento económico del primer trimestre de 2011 y el sumamente bajo crecimiento que presentó en el segundo trimestre. Algunos añadieron que el ajuste a la baja en las expectativas ha sido extraordinario, ya que se prevé un crecimiento económico de aproximadamente la mitad de lo que se estimaba en febrero pasado. Además, la mayoría de los miembros de la Junta destacó la débil situación fiscal de ese país y las grandes dificultades para ajustar el techo de endeudamiento, lo que llevó a una revisión a la baja

de la calificación crediticia del gobierno norteamericano por primera vez en su historia. Un miembro señaló que dicha reducción en la calificación, además de exacerbar la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, dejó muy claro que la economía de los Estados Unidos no podrá esperar impulsos fiscales adicionales, lo que ha acentuado la perspectiva de menor crecimiento en dicho país.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que persisten los problemas estructurales en Estados Unidos relativos a la situación del mercado laboral, del de vivienda y el sobreendeudamiento de los hogares. En este contexto, la mayoría de los miembros hizo notar la reciente señal enviada por la Reserva Federal de Estados Unidos de mantener su tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta mediados de 2013. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta señalaron que la propia Reserva Federal anunció que, si las condiciones se presentan, podría implementar medidas adicionales para relajar la política monetaria. Un miembro de la Junta argumentó que, a pesar de la reciente volatilidad en los mercados financieros, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos registran niveles históricamente reducidos y existe la perspectiva de que se mantengan en niveles reducidos por un periodo prolongado. Sin embargo, algunos miembros de la Junta arguyeron que en Estados Unidos persisten las dudas sobre la efectividad de la política monetaria para estimular la demanda agregada. De hecho, un miembro de la Junta apuntó que, si bien el anuncio del Presidente de la Reserva Federal sobre el segundo programa de relajamiento monetario cuantitativo (QE2 por sus siglas en inglés) en el verano del año pasado mejoró transitoriamente las expectativas de crecimiento para 2011, éstas se redujeron posteriormente a niveles inferiores a los prevalecientes antes del anuncio. Asimismo, este miembro de la Junta consideró que la reciente declaración del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de que mantendrá su tasa de fondos federales en el actual nivel cercano a cero hasta mediados de 2013 no logró contrarrestar el pesimismo. Al respecto, otro miembro señaló que es difícil evaluar la efectividad de dichas medidas, pues no se sabe qué habría sucedido en su ausencia.

En lo que respecta a Europa, todos los miembros de la Junta mostraron preocupación por la situación financiera y fiscal de la región, coincidiendo en que el entorno ha seguido deteriorándose. Un miembro de la Junta argumentó que, para el caso de Grecia,

no se percibe que la situación termine de anclarse, observándose todavía deterioros en los diferenciales de tasa con respecto a activos libres de riesgo. Algunos miembros de la Junta apuntaron que las perspectivas para España e Italia han empeorado, como lo reflejan, entre otros, los niveles que se registran en sus coberturas por riesgo de impago (CDS por sus siglas en inglés). Algunos miembros de la Junta argumentaron que al parecer los mercados han considerado insuficientes las medidas implementadas por las autoridades europeas. En este sentido, un miembro de la Junta sugirió que han surgido dudas sobre la capacidad de reacción del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF por sus siglas en inglés) y de las medidas para anclar la situación. Un miembro de la Junta argumentó que el Banco Central Europeo (BCE) ha tenido que reabrir varias opciones para dar más liquidez a la economía y estabilidad a los mercados. Por ejemplo, señaló que el BCE tuvo que anunciar su decisión de comprar deuda soberana de Italia y España en los mercados secundarios, medida que ha ayudado a estabilizar los mercados de estos bonos, si bien, a tasas de interés todavía muy elevadas. Sin embargo, otro miembro destacó su preocupación respecto a que se ha contraído el monto de fondeo en dólares de los bancos europeos. En el mismo sentido, otro miembro de la Junta apuntó que ha habido algunos signos preocupantes en la operación del mercado interbancario europeo.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que se ha observado una desaceleración de la economía europea y que las perspectivas de crecimiento también se han reducido. Un miembro de la Junta indicó que esta situación seguramente afectará las finanzas públicas de las economías de la región, dificultando aún más la recuperación de la situación financiera y acentuando la percepción de mayor riesgo de crédito. En este contexto, algunos miembros señalaron que se han incrementado los costos de financiamiento y que, de continuar esta tendencia, la situación fiscal en Europa sería insostenible, por lo que se han renovado los cuestionamientos sobre la salud de los sistemas financieros de la región. En este escenario, se esperarían altas tasas de desempleo y caídas en la confianza del consumidor y del productor, lo que refuerza la expectativa de un menor crecimiento en el futuro en Europa.

La mayoría de los miembros coincidió que la desaceleración de las economías avanzadas ha propiciado una caída en los precios de las materias primas. Algunos de los miembros de la Junta

consideran que esta tendencia continuará, lo que podría contribuir a que la inflación en las economías avanzadas disminuya. Sin embargo, un miembro de la Junta destacó que algunas materias primas, concretamente el maíz y el trigo, que tienen un peso importante en los índices de precios al consumidor de muchos países, como México, no han mostrado la misma tendencia a la baja en sus precios que otros productos primarios. Adicionalmente, resaltó que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos anunció que la superficie sembrada de maíz en buenas condiciones cayó 13 por ciento respecto al año anterior, lo que podría tener un impacto en los precios. Por su parte, un miembro de la Junta abordó también el tema del precio de la gasolina, señalando que la tendencia descendente que ha mostrado, ocasionó que las estimaciones de inflación para finales del año en las economías avanzadas, por lo menos en Estados Unidos, hayan disminuido desde hace algunas semanas. Otro miembro de la Junta señaló que la inflación general y la subyacente en Estados Unidos y en algunas economías emergentes continúa aumentando.

La mayoría de los miembros de la Junta espera que las peores perspectivas sobre el crecimiento económico en los países avanzados se reflejen en un menor dinamismo de las economías emergentes. Un miembro de la Junta indicó que la revisión a la baja de la perspectiva de crecimiento mundial, aunada a la disminución de los precios de las mercancías básicas, ha llevado a que bancos centrales de varios de estos países reduzcan el sentido de urgencia para retirar el impulso monetario. Otro miembro señaló que aunque en varios países ha disminuido la velocidad del retiro del estímulo monetario, se espera que en los próximos meses la mayoría de los bancos centrales de estas economías retomen las alzas de sus tasas de interés de referencia y señaló que recientemente sólo Turquía bajó la tasa de interés de referencia. En respuesta, algunos miembros de la Junta consideraron que la velocidad con la que estaban incrementando las tasas de interés de referencia los bancos centrales de estos países disminuirá y que sólo aquéllos en donde realmente prevalecía una situación de sobrecalentamiento muy grande han continuado tomando acciones restrictivas. Por otra parte, un miembro de la Junta señaló que un posible riesgo es un escenario con mayor inflación aunado a una contracción económica, lo cual ya ha ocurrido en el pasado.

Respecto a la economía nacional, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la actividad

económica ha continuado creciendo, si bien existen algunos signos de desaceleración, especialmente en el gasto doméstico. Sin embargo, un miembro destacó que el PIB del segundo trimestre mostró una variación ajustada por estacionalidad de casi el doble del primer trimestre. Asimismo, algunos miembros de la Junta destacaron que varios indicadores de la demanda interna, como las ventas al menudeo y las importaciones de bienes de consumo, siguieron mejorando. Sin embargo, otro miembro destacó que las proyecciones de cuenta corriente indican moderados déficit y que la evolución de los indicadores de demanda interna no ha presentado una trayectoria tan favorable. En este contexto, algunos miembros destacaron que el consumo se ha desacelerado y que la confianza del consumidor se encuentra en niveles bajos, si bien otro miembro consideró que este último indicador ha registrado una mejoría. La mayoría de los miembros de la Junta destacó que las exportaciones continúan creciendo, a pesar de la desaceleración económica en los Estados Unidos.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la brecha del producto continúa cerrándose, si bien a un ritmo menor al que se había anticipado y que permanece en niveles cercanos a cero. Otro argumentó que existe la perspectiva de que se cierre a un menor ritmo de lo anticipado. Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta destacó la holgura en el mercado laboral. Un miembro de la Junta señaló que varios meses después de la crisis, todavía se reporta una alta tasa de desempleo y costos unitarios de la mano de obra a la baja. Sin embargo, algunos miembros de la Junta recalcaron que se ha incrementado el empleo y un miembro de la Junta añadió que tanto los salarios reales, como el crédito vigente de la banca, continúan mejorando. Sin embargo, otro miembro de la Junta señaló que el mercado crediticio no está presionado.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que las finanzas públicas se han conducido de manera prudente y un miembro de la Junta añadió que se espera que se cierre el año cerca de un equilibrio entre el gasto y el ingreso (sin considerar los gastos de inversión de PEMEX). En efecto, un miembro de la Junta destacó que los niveles de deuda son, en términos relativos, de los más bajos del mundo. Por otra parte, algunos miembros de la Junta consideraron que existe congruencia entre el manejo de la política fiscal y la monetaria, situación que ha permitido ganar la confianza de los mercados y de los inversionistas. En este sentido,

la mayoría de los miembros de la Junta consideró que la actual postura de política monetaria ha sido congruente con la convergencia de la inflación hacia su objetivo.

Para la mayoría de los miembros de la Junta las expectativas de crecimiento para México se han deteriorado. Sin embargo, un miembro señaló que, hasta ahora, la revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento del PIB ha sido moderada. Abundó que la más reciente encuesta de los especialistas del sector privado realizada por el Banco de México así lo sugiere. La mayoría de los miembros de la Junta destacó que hay un riesgo de que las expectativas de crecimiento en México se revisen aún más a la baja si las de Estados Unidos continúan haciéndolo, dada la estrecha vinculación con ese país.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que en México la inflación ha tenido una evolución favorable. Sin embargo, a algunos miembros de la Junta les llamó la atención que la inflación en México prácticamente nunca registre tasas menores al objetivo permanente de 3 por ciento, a pesar de que el intervalo de variabilidad empieza en el 2 por ciento. Uno de ellos argumentó que después de alcanzar transitoriamente en marzo pasado el objetivo del Banco de México, a partir de abril la inflación general ha vuelto a situarse por arriba de esta referencia. En respuesta, algunos miembros de la Junta apuntaron que este rebote estaba esperado y que fue impulsado por aumentos en algunos productos agropecuarios. Adicionalmente, un miembro de la Junta señaló que la brecha entre los precios internacionales de los energéticos y los domésticos ha ayudado a contener la inflación, aunque conlleva un costo fiscal y eventualmente se podrían ajustar. Finalmente, un miembro mencionó que si la actividad económica efectivamente se desacelera, la holgura de la economía sería un factor que mitigue las presiones inflacionarias.

Profundizando en el comportamiento reciente de la inflación, algunos miembros de la Junta indicaron que la inflación subyacente ha seguido en niveles bajos y que si de su cálculo se excluyen el maíz y el tabaco, su nivel estaría claramente por abajo del 3 por ciento. Algunos miembros de la Junta mostraron preocupación por la tendencia al alza del rubro de alimentos, bebidas y tabaco señalando que, más allá de su ponderación en el INPC, puede influir negativamente en la formación de expectativas y afectar a la población de menores ingresos. Adicionalmente señalaron que los precios

de los productos agropecuarios son altamente volátiles y que en cualquier momento podría revertirse su tendencia. Por su parte, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que la inflación de los servicios, que es la que mejor refleja los factores domésticos que afectan la inflación, se encuentra en niveles históricamente reducidos. Un miembro apuntó que, entre otros factores, esto podría estar siendo influido por la percepción de inseguridad en algunas regiones del país.

Algunos miembros de la Junta afirmaron que las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas. Sin embargo, un miembro argumentó que las expectativas de largo plazo no se están acercando a la meta permanente y que las de corto plazo todavía están en la parte superior del intervalo de variabilidad de +/- un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento, existiendo el riesgo de que en un ambiente más incierto las desviaciones sean mayores. Además, otro miembro agregó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario en los bonos de 10 años se ubica por arriba del 4 por ciento por lo que las expectativas de inflación implícitas son seguramente mayores al 3 por ciento. En respuesta, un miembro de la Junta destacó que todas las medidas de inflación esperada se encuentran por debajo de 4 por ciento para 2011 y 2012 y que se han revisado a la baja.

Algunos miembros de la Junta, con base en los pronósticos del Banco de México, consideraron que la evolución de la inflación hacia adelante será favorable. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que la tendencia central de la inflación general para 2011 y 2012 se aleja del 3 por ciento. Por su parte, otro miembro apuntó que dada la evolución de la inflación, el pronóstico para el 2011 y 2012 no se ha modificado. En respuesta, otro miembro de la Junta apuntó que el pronóstico del Banco es incluso conservador y expresó su confianza en el referido pronóstico. En este contexto, la mayoría de los miembros coincidieron en que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

Sin embargo, algunos miembros de la Junta apuntaron que existe un riesgo inflacionario derivado de un entorno económico más complejo, insistiendo que el tipo de cambio, que ha sido un factor favorable en la evolución de la inflación, podría revertirse en el futuro. Algunos miembros consideraron que dado que los factores de volatilidad no parecen despejarse, no debe descartarse que continúe la debilidad del peso

frente al dólar y afirmaron que el análisis del tipo de cambio debe ser simétrico tanto para la apreciación, como para la depreciación. Añadieron que, como parte de la volatilidad financiera a nivel mundial, el peso se depreció más que la mayoría de los mercados emergentes. En este sentido, un miembro respondió que el análisis del tipo de cambio debe fijarse en la tendencia y reconocer que si los fundamentales son sólidos, éste no provocará una sorpresa inflacionaria. Por su parte, otro miembro de la Junta aclaró que las perspectivas negativas de crecimiento mundial implican un tipo de cambio real más depreciado en nuestro país. En este sentido, destacó que, dada la adecuada postura macroeconómica del país, dicha depreciación real en parte se está acomodando a través de una menor inflación en los bienes no comerciables, en términos relativos a los comerciables, lo que libera presión sobre el tipo de cambio nominal. Además, explicó que el traspaso del tipo de cambio se ha reducido de manera importante en México. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta sostuvieron que la situación actual es distinta de la de 2009. Uno de ellos recordó que en la postura fiscal no existe la brecha que preocupó al mercado en ese momento, la cuenta corriente es moderada, las condiciones macroeconómicas son favorables, se espera un superávit para la cuenta de capital mayor al déficit de la cuenta corriente, y que existen en general condiciones holgadas de financiamiento. Otro miembro de la Junta aseveró que, a diferencia de entonces, los precios del petróleo están mucho más altos, que no se observa el congelamiento de los mercados que se generó anteriormente y que todavía no se habla de una nueva recesión.

Algunos miembros de la Junta recalcaron que, en semanas recientes, las tasas de interés en México disminuyeron a niveles históricamente bajos. Un miembro de la Junta señaló que esto se dio a la par de la disminución en la curva de rendimiento de Estados Unidos y parece reflejar perspectivas económicas menos favorables. Agregó que el descenso de la tasa a 10 años ha estado acompañado de una caída muy similar en el componente real de la misma, debido a que el componente relacionado con las expectativas de inflación y el riesgo inflacionario se ha mantenido rígido a la baja. Por su parte, un miembro de la Junta mencionó que, durante la reciente turbulencia, los inversionistas extranjeros que compraron bonos mexicanos de largo plazo mantuvieron la mayor parte de sus tenencias, dada la estabilidad observada en nuestro país. Así, señaló que el saldo que mantienen los

inversionistas extranjeros en títulos del Gobierno es el más elevado de la historia, cuyo monto ya representa el 40 por ciento del total, lo que impone retos importantes a la conducción de la política económica.

La mayoría de los miembros de la Junta argumentó que si bien las tasas de interés en nuestro país se han ajustado a la baja, los diferenciales de tasas entre México y los Estados Unidos se mantienen elevados, lo que podría inducir un endurecimiento innecesario de la postura monetaria en nuestro país, al considerarla en términos relativos a otros países de referencia. En este contexto, algunos miembros de la Junta recalcaron que además es fundamental incorporar al análisis que la Reserva Federal ya ha anunciado que mantendrá una política monetaria muy relajada por un periodo considerable. Si bien todos los miembros de la Junta coincidieron que la postura actual de la política monetaria es la adecuada para lograr la convergencia de la inflación a la meta permanente del 3 por ciento, estimaron que condiciones futuras podrían abrir espacio para reflexionar la conveniencia de ajustar la postura monetaria de nuestro país, sobre todo si el desempeño de la economía nacional y de los mercados financieros internacionales resultan en un endurecimiento involuntario de la postura monetaria. Un miembro consideró que es posible que los mercados ya se hayan adelantado a ello pues, de manera inusitada, todas las tasas de interés de hasta un año ya se encuentran por debajo de la tasa de referencia del Banco de México. En este contexto, un miembro de la Junta recalcó que las condiciones monetarias se han aflojado y que tenderán a aflojarse más si continúa la depreciación del tipo de cambio. En respuesta, otro miembro mencionó que a pesar de ello, el índice de condiciones monetarias muestra cómo las condiciones actuales siguen estando más restringidas que hace algunos meses.

La mayoría de los miembros de la Junta expresó la importancia de comunicar adecuadamente la discusión sobre la postura de política monetaria relativa, sobre la evaluación de los costos y beneficios de las señales que se envían al mercado y de la toma de decisiones de política monetaria. Un miembro de la Junta mencionó que sería conveniente evaluar los costos y beneficios de enviarle al mercado una señal de que las condiciones podrían ameritar una baja de tasas de interés en el futuro. Aseguró que, desde su punto de vista, el análisis de costo-beneficio lo llevaría a posponer el envío de una señal de esa naturaleza. En particular, señaló que los costos de enviar una

señal anticipada incluyen que la inflación todavía va hacia arriba, que todavía no se ha logrado anclar la inflación al 3 por ciento y que no sería deseable aumentar la incertidumbre enviando un mensaje de falta de compromiso de alcanzar el objetivo permanente. Algunos miembros de la Junta señalaron que no debe referirse meramente a la postura de política monetaria relativa, pues dada la dificultad para predecir las tasas de interés y el tipo de cambio, no suscriben anticiparse a enviar señales. Mencionaron que el costo de equivocarse por proceder de esa manera sería elevado. También enfatizaron la necesidad de explicar con mayor detalle al público los canales de transmisión y las variables que éstos afectan.

En respuesta a los argumentos anteriores, otro miembro de la Junta manifestó que la inacción también podría conllevar un gran costo. La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que es importante tener claro que una posición más restrictiva de la que se requiere para cumplir con el objetivo permanente tiene costos que no se pueden omitir, al afectar negativamente la actividad económica. Al respecto, un miembro de la Junta recalcó que la labor del Banco es cumplir con el objetivo de inflación al menor costo posible para la sociedad y que tener una posición más restrictiva de la que las circunstancias ameritan generaría costos que sería deseable evitar.

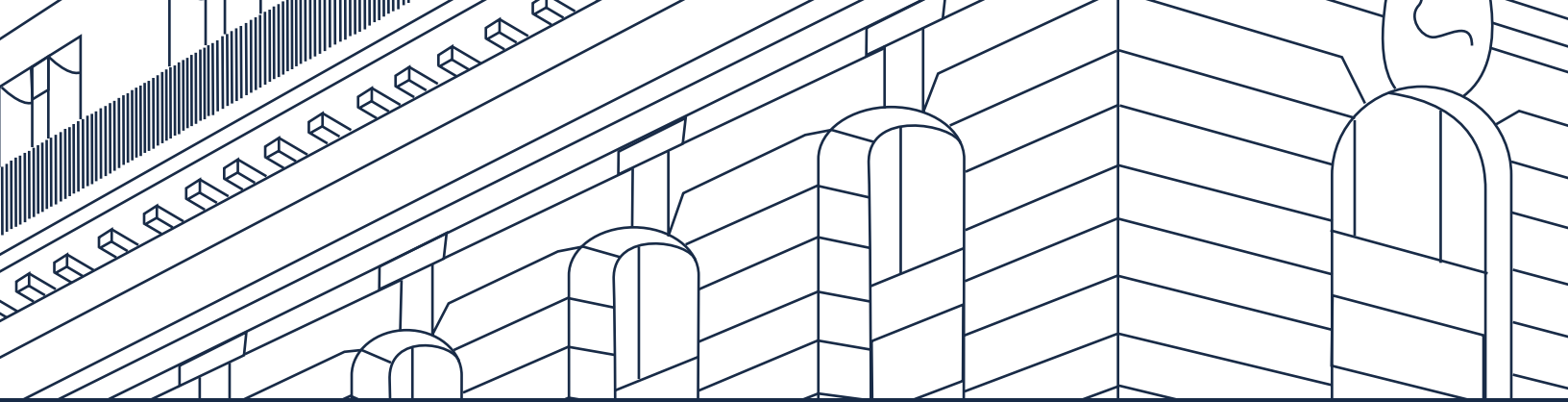
4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno del Banco de México, considerando las intervenciones hechas por sus integrantes y por el funcionario invitado 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.

Además, la Junta considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación del 3 por ciento. Sin embargo, en caso de que el desempeño de la economía nacional y de los mercados financieros internacionales resultara en un endurecimiento innecesario de la política monetaria, la Junta de Gobierno reflexionará acerca de la conveniencia de ajustarla.

Asimismo, dicho Órgano Colegiado decidió continuar vigilando el comportamiento de todos los determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de variaciones generalizadas sobre los precios. En todo caso, la Junta de Gobierno

ajustará oportunamente la postura monetaria procurando en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 9 de septiembre de 2011

