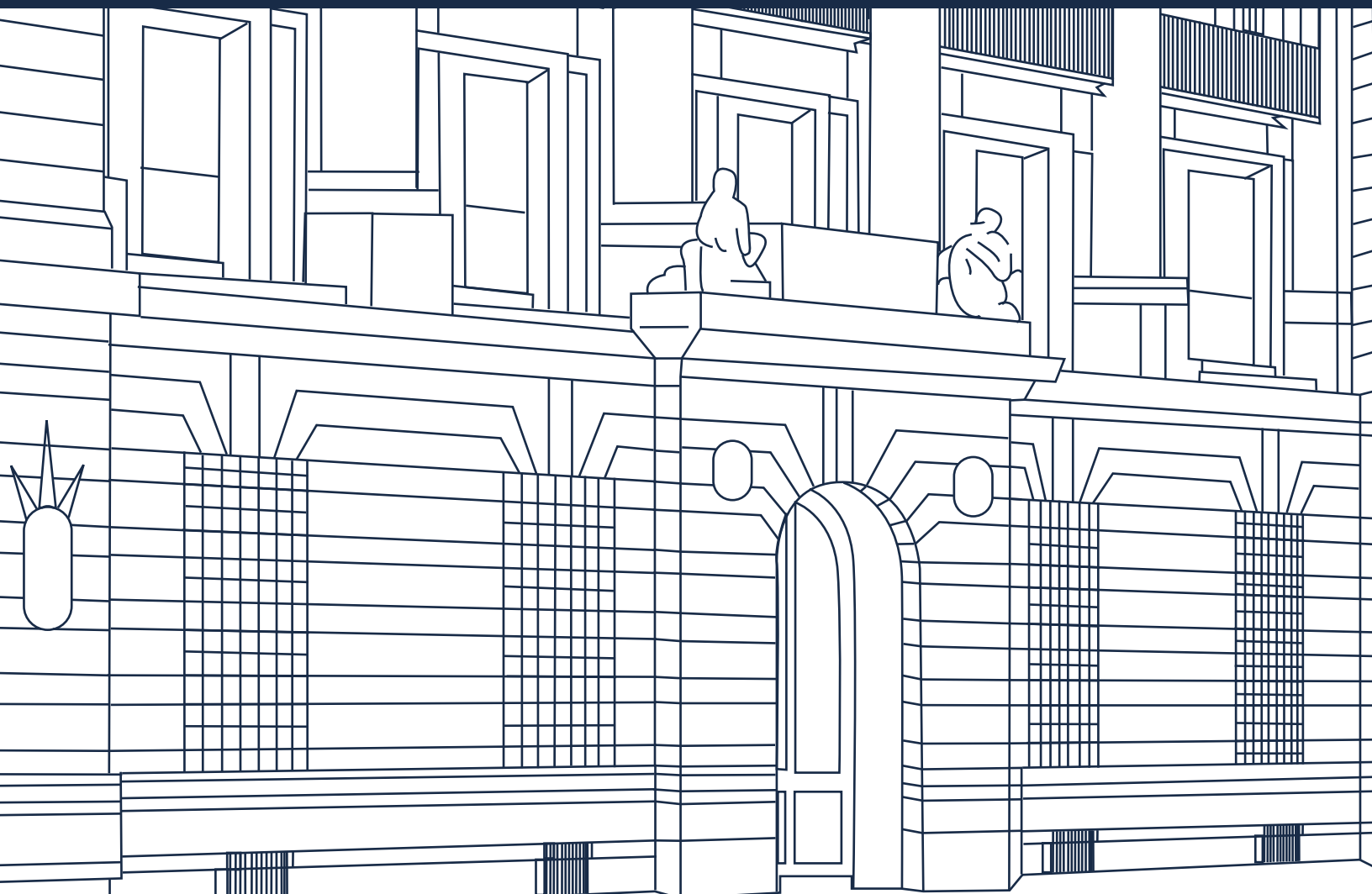




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 17

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 18 de enero de 2013



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 17 de enero de 2013.

### 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. Fernando Aportela Rodríguez, Subsecretario de la Secretaría 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 esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

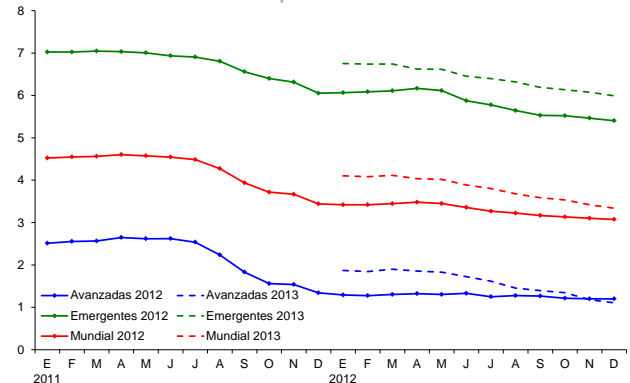
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

La economía mundial continúa mostrando signos de debilidad. Durante los últimos meses se siguió observando una disminución en las expectativas de crecimiento para 2013 tanto para las economías avanzadas, como para las emergentes (Gráfica 1). En el caso de las primeras, inclusive se anticipa que en 2013 el crecimiento sea menor que el que se habría registrado en 2012.

En Estados Unidos, el dinamismo de la producción industrial, y en particular la manufacturera, se moderó en la segunda parte de 2012 (Gráfica 2). Por su parte, los indicadores adelantados y prospectivos sugieren un crecimiento reducido de la producción manufacturera en los siguientes trimestres.

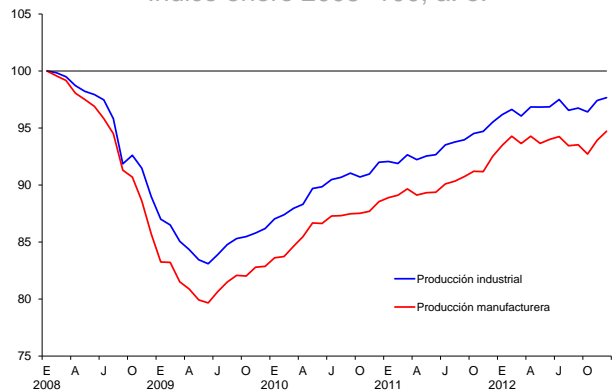
**Gráfica 1**  
**Evolución de Expectativas de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013<sup>1/</sup>**  
En por ciento



1/ Se calcula un promedio ponderado por región, utilizando como ponderador la participación del PIB de cada país basado en la paridad de poder compra respecto al PIB total mundial en el año correspondiente. Las economías avanzadas, que se consideran representan alrededor del 46% del PIB mundial, las emergentes alrededor del 36% del PIB mundial y la suma de estos dos grupos de economías representa alrededor del 82% del PIB total mundial.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts.

**Gráfica 2**  
**EUA: Producción Industrial y Manufacturera**  
Índice enero 2008=100, a. e.



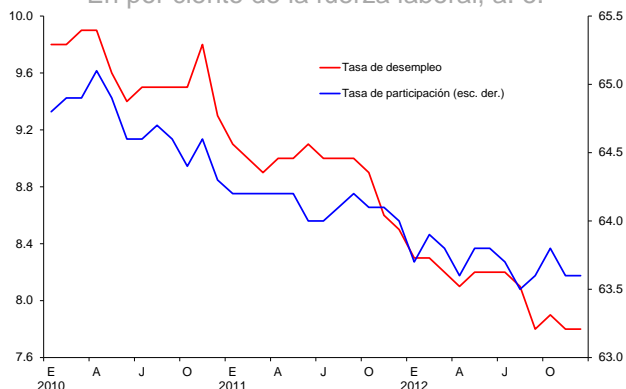
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

Después de la disminución que registró la tasa de desempleo en Estados Unidos hasta el tercer trimestre de 2012, en los últimos meses del año ésta se mantuvo estable en 7.8 por ciento (Gráfica 3). Esto tuvo lugar en un entorno en que la tasa de participación laboral también se mantuvo sin cambio. Una disminución importante de la tasa de desempleo en los próximos meses requerirá de un incremento significativo en el ritmo de contratación de las empresas dado el crecimiento esperado de la fuerza laboral.

**Gráfica 3**  
**EUA: Tasa de Participación y Tasa de Desempleo**

En por ciento de la fuerza laboral, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS.

En este contexto, el dinamismo del consumo en Estados Unidos se ha visto afectado por la moderación en el ritmo de crecimiento del ingreso personal disponible. Adicionalmente, el elevado nivel de endeudamiento de los hogares continúa limitando la recuperación del gasto. Al respecto, conviene señalar que la deuda de las familias como proporción de su riqueza neta y de sus activos se mantiene todavía en niveles elevados.

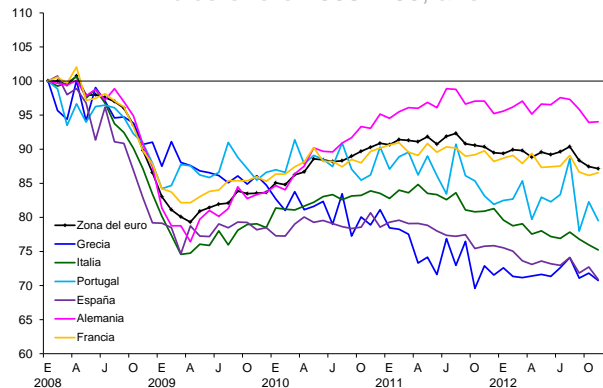
El Congreso de Estados Unidos llegó a un acuerdo para evitar en el corto plazo un severo ajuste fiscal en 2013. El compromiso alcanzado bajo la denominada American Taxpayer Relief Act of 2012 incluye un alza a los impuestos para familias de altos ingresos. La nueva ley también contempla la continuación de los actuales beneficios del seguro de desempleo por un año, pero determina un incremento en el impuesto de nómina de 4.5 a 6.5 por ciento. Sin embargo, aún no se ha alcanzado un acuerdo en lo relacionado con los recortes al gasto federal que podrían llevar a un ajuste fiscal mayor al actualmente anticipado. También persiste la incertidumbre sobre la negociación del techo de deuda, pues el límite de endeudamiento se alcanzó a finales de 2012. Dado lo anterior, prevalecen riesgos a la baja en las estimaciones de crecimiento del PIB estadounidense para 2013.

La evolución reciente de los indicadores de producción y consumo en la zona del euro sugiere que la economía de dicha región continúa deprimida. En particular, la información apunta a que la producción industrial registró un retroceso en el último trimestre (Gráfica 4). Por su parte, el gasto del consumidor también muestra signos de debilidad en la mayoría de los países de la región.

Al respecto, el volumen de las ventas al menudeo de la zona del euro ha permanecido prácticamente estancado durante dos años, con una tendencia a la baja. Este desempeño del consumo se ha visto afectado por el deterioro en la confianza de los consumidores (Gráfica 5), que a su vez obedece a la débil situación que impera en el mercado laboral. De esta manera, se espera que el PIB de la región se haya contraído en el cuarto trimestre de 2012.

**Gráfica 4**  
**Zona del Euro: Producción Industrial**

Índice enero 2008=100, a. e.

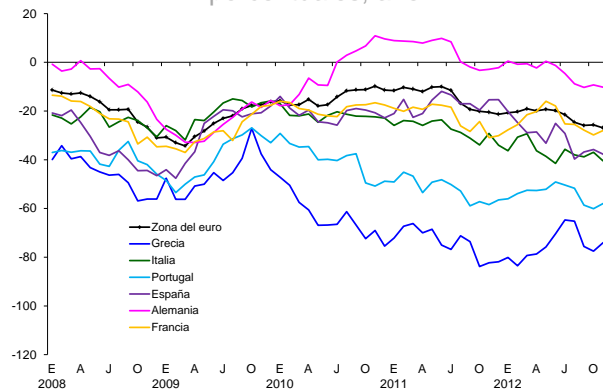


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

**Gráfica 5**  
**Zona del Euro: Confianza del Consumidor**

Balance neto de respuestas en puntos porcentuales, a. e.



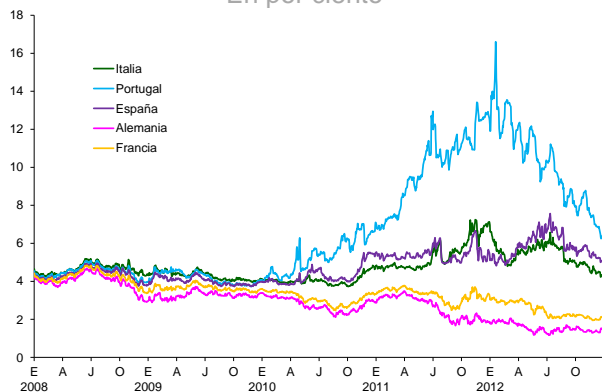
a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Comisión Europea.

En este contexto, el anuncio por parte del Banco Central Europeo (BCE) en septiembre pasado del programa de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios (*Outright Monetary Transactions*, OMTs por sus siglas en inglés) y el avance hacia una solución de los problemas del sistema bancario, se reflejaron en una disminución de las primas de riesgo de los mercados financieros en los últimos meses. En particular, los

rendimientos de los bonos soberanos a 10 años registraron una disminución significativa, principalmente en los países de la periferia (Gráfica 6). Sin embargo, es importante señalar que el funcionamiento de los mercados interbancarios y de deuda soberana sigue dependiendo de manera importante del apoyo oficial, por lo que no puede descartarse un nuevo episodio de volatilidad financiera. En suma, a pesar de la mejoría de los mercados financieros, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro han seguido deteriorándose.

**Gráfica 6**  
**Zona del Euro: Rendimiento de Bonos Soberanos a 10 años**  
 En por ciento



Fuente: Bloomberg.

En gran parte de las principales economías emergentes el ritmo de crecimiento de la producción industrial se ha desacelerado en comparación con los niveles observados a mediados del año pasado. Esto refleja en buena medida el contagio de la desaceleración del crecimiento de los países avanzados, que a su vez ha reducido el ritmo de las exportaciones de los países emergentes.

Los precios internacionales de los productos primarios han registrado una tendencia a la baja después del aumento observado en el tercer trimestre de 2012, si bien con cierta volatilidad. En el caso del petróleo la revisión a la baja de la demanda esperada ante la debilidad de la economía mundial ha contribuido a la disminución en su precio. No obstante, en las últimas semanas estos precios se vieron afectados por una menor oferta de crudo proveniente del Mar del Norte y recortes en la producción de petróleo de Arabia Saudita. Por su parte, la caída en los precios de los granos, en particular del trigo y del maíz, es reflejo de un entorno de menor dinamismo económico y de

mejores condiciones de oferta, en particular de América del Sur.

Durante los últimos meses de 2012, la inflación en las economías avanzadas tuvo una tendencia descendente, en tanto que en algunas de las principales economías emergentes se estabilizó después del aumento que se registró en el tercer trimestre del año. Debido al menor ritmo de crecimiento esperado de la economía mundial y a la trayectoria a la baja en los precios internacionales de las materias primas, se anticipa que en la mayoría de los países la inflación exhiba una tendencia decreciente durante 2013. En este contexto, se espera que en este año la política monetaria siga siendo acomodaticia en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes e incluso que en algunos casos tenga lugar un relajamiento adicional.

En Estados Unidos, la inflación general anual disminuyó de 2.0 por ciento en septiembre a 1.7 por ciento en diciembre, a lo que contribuyeron los menores precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente pasó de 2.0 a 1.9 por ciento en el mismo periodo. En este contexto, en su reunión de política monetaria de diciembre, la Reserva Federal mantuvo inalterado el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0.25 por ciento e introdujo una nueva estrategia para apoyar a la economía de Estados Unidos. En particular, consideró que una tasa de interés de referencia excepcionalmente baja será apropiada mientras la tasa de desempleo permanezca por encima de 6.5 por ciento, las proyecciones de inflación de entre uno y dos años no superen el 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de más largo plazo se mantengan estables. Asimismo, con el objeto de apoyar una recuperación más sólida del empleo, la Reserva Federal anunció que continuará con la compra de valores respaldados por hipotecas a un ritmo mensual de 40 mil millones de dólares, y que a partir de enero de 2013, una vez concluido su programa para extender los plazos promedio de sus tenencias de bonos del Tesoro ("Operation Twist" por su nombre en inglés), realizaría compras de bonos del Tesoro de largo plazo, inicialmente a un ritmo de 45 mil millones de dólares mensuales.

En la zona del euro, la inflación general anual se ubicó en 2.2 por ciento en diciembre, por debajo de la cifra de septiembre de 2.6 por ciento. En este entorno, el BCE en su reunión de diciembre anunció su decisión de continuar con las operaciones principales de refinanciamiento (MROs, por sus siglas en inglés) por el tiempo que

fuese necesario, y al menos hasta julio de 2013. Adicionalmente, mantuvo inalteradas sus tasas de interés de referencia, acción que refrendó posteriormente en su reunión de enero de 2013.

Después de haber registrado un incremento durante el tercer trimestre de 2012, la inflación en algunas de las principales economías emergentes se estabilizó en los últimos meses del año, a lo que contribuyeron los menores precios de las materias primas.

## 2.2. Evolución de los mercados financieros

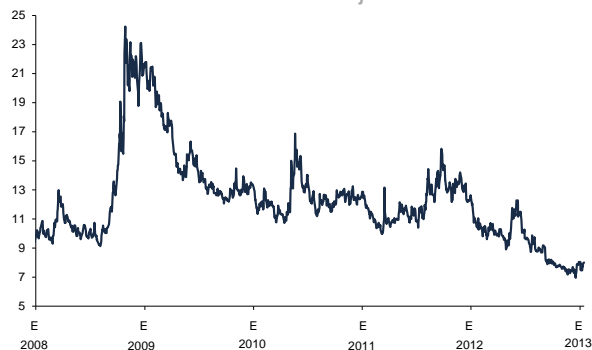
### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Las condiciones de los mercados financieros internacionales mejoraron en las últimas semanas debido a la menor incertidumbre respecto del ajuste fiscal que ocurrirá en Estados Unidos en 2013, así como a la incipiente estabilidad que en estas últimas fechas han mostrado los mercados europeos.

Como ya se mencionó, en Estados Unidos el Congreso aprobó una nueva legislación que redujo cuando menos durante las próximas semanas la posibilidad de un ajuste fiscal desproporcionado y, con ello, la posibilidad de una recesión económica durante el presente año. Por otro lado, en Europa el riesgo de que Grecia pudiese caer en un incumplimiento de sus obligaciones financieras también disminuyó luego de que el gobierno de ese país lograra reestructurar nuevamente su deuda pública y con ello mantener el programa de asistencia que actualmente tiene vigente con la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional. Lo anterior, aunado a las medidas instrumentadas por el Banco Central Europeo en los últimos meses para salvaguardar la estabilidad de la región, tales como el programa de compra de bonos gubernamentales (OMT), contribuyó a que los indicadores de riesgo soberano de otros países de la región como Italia, España y Portugal mostraran un comportamiento favorable.

El entorno de menor incertidumbre se reflejó en una disminución de la volatilidad en los precios de varios activos financieros. Por ejemplo, en los mercados accionarios la volatilidad implícita en el precio de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500 se redujo hasta alcanzar los niveles más bajos de los últimos cinco años (Gráfica 7).

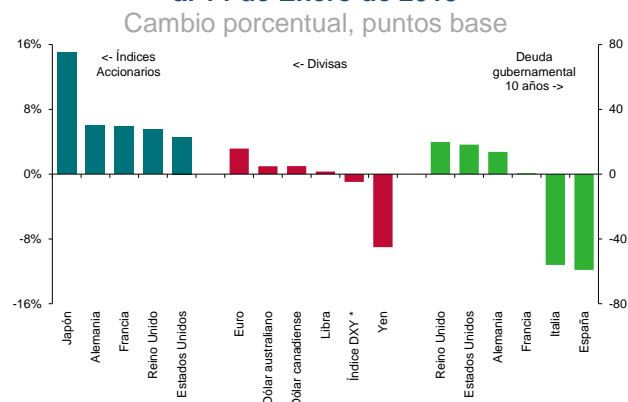
**Gráfica 7**  
**Volatilidad Anual Implícita en las Opciones del S&P 500 (VIX)**  
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los precios de varios activos de mayor riesgo tuvieron variaciones positivas, las cuales, en varios casos, estuvieron magnificadas por el entorno de poca liquidez y bajo volumen de operación que predominó durante los últimos días de 2012 y los primeros de 2013. De este modo, los principales índices accionarios tuvieron avances de aproximadamente 5 por ciento, y las divisas, con excepción del yen, se apreciaron ligeramente frente al dólar (Gráfica 8).

**Gráfica 8**  
**Cambio en Activos Financieros Seleccionados del 26 de Noviembre de 2012 al 14 de Enero de 2013**  
Cambio porcentual, puntos base



Fuente: Bloomberg.

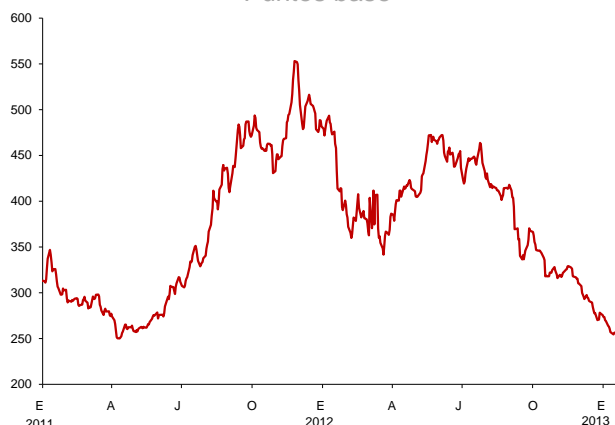
\*DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal del dólar frente a seis de las principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base = 100.

En Japón, el recién electo Primer Ministro, Shinzo Abe, enfatizó continuamente la necesidad de instrumentar una política monetaria y fiscal más laxas para superar el problema deflacionario y de bajo crecimiento económico por el que atraviesa

ese país. Ante esa posibilidad, el yen continuó con una tendencia de depreciación, acumulando un movimiento de casi 15 por ciento frente al dólar en los últimos tres meses.

En contraste, el euro se apreció moderadamente frente al dólar reflejando la gradual recuperación de los mercados de esa región que ha permitido mejores condiciones de financiamiento tanto para los gobiernos como para las propias instituciones financieras. De hecho, como ya se mencionó, las tasas de interés de bonos gubernamentales de países con posiciones fiscales comprometidas continuaron ajustándose a la baja (Gráfica 8); al tiempo que la percepción de riesgo de crédito bancario en la región, medida a través de los costos de protección ante incumplimiento de pago (Credit Default Swaps, CDS por sus siglas en inglés) continuó disminuyendo en las últimas semanas (Gráfica 9).

**Gráfica 9**  
**Índice de Costo de Protección ante Incumplimiento de Pago (CDS) de Bancos Europeos a un plazo de 5 Años**  
Puntos base

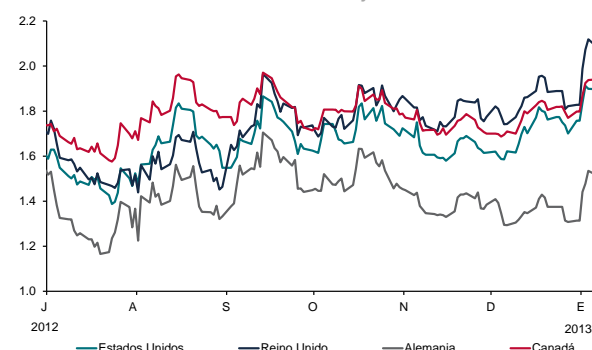


Fuente: Bloomberg.

El desempeño favorable de los mercados financieros también se tradujo en un incremento de las tasas de interés de bonos gubernamentales de los principales países desarrollados, incluyendo Alemania, Reino Unido, Canadá y Estados Unidos. En varios casos, las tasas de interés alcanzaron los niveles más elevados de los últimos seis meses (Gráfica 10). En particular, en Estados Unidos el movimiento al alza de las tasas de interés se fortaleció tras la publicación de las minutas de la última reunión de política monetaria de la Reserva Federal, las cuales evidenciaron que algunos miembros del Comité de Política Monetaria consideran apropiado disminuir el ritmo o detener el

programa de compra de activos durante el presente año, antes de lo anticipado por la mayoría de los participantes del mercado (Gráfica 11).

**Gráfica 10**  
**Tasa de Interés de Bonos Gubernamentales de 10 años de Países Seleccionados**  
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 11**  
**Nota del Tesoro de Estados Unidos de 10 Años**  
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

A pesar del buen desempeño que mostraron los mercados financieros de los países desarrollados durante estas últimas semanas, aún persisten algunos factores de riesgo que podrían comprometer su incipiente estabilidad. En Estados Unidos, las negociaciones del Congreso para elevar el límite de endeudamiento y para continuar el proceso de consolidación fiscal podrían complicarse y dar como resultado una disminución de la calificación de deuda soberana de ese país. En Europa, la incertidumbre política en Italia, la evolución del ajuste económico en Grecia, así como la difícil situación fiscal de España –particularmente de las comunidades autónomas– podrían ocasionar nuevos periodos de inestabilidad financiera en la región.

Dados estos factores de riesgo y el escenario de débil crecimiento económico a nivel global, se mantiene la expectativa de que los principales bancos centrales continúen con posturas laxas de política monetaria. En particular, las tasas de interés de corto plazo, implícitas en la estructura de las curvas de rendimiento de los países desarrollados, sugieren que las tasas de referencia se mantendrán en niveles históricamente bajos durante el presente año. Incluso la mayoría de los analistas continúan anticipando que estos bancos centrales seguirán instrumentando medidas no convencionales de estímulo monetario en los siguientes meses a través de la expansión de sus balances.

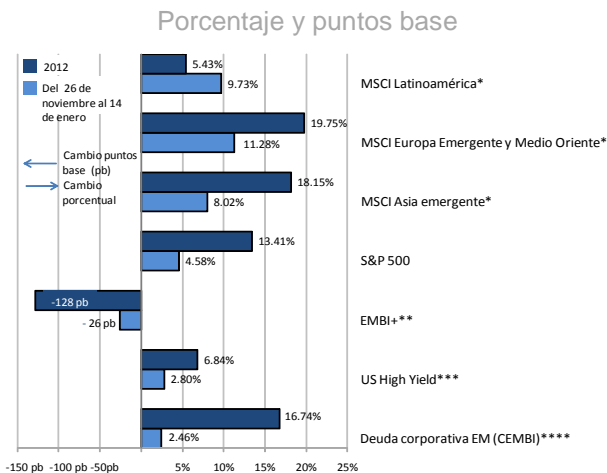
### 2.2.2. Mercados emergentes

En línea con el buen desempeño de los mercados financieros de los países desarrollados, los precios de los activos financieros en la mayoría de los países emergentes también presentaron variaciones positivas (Gráfica 12 y Gráfica 13). Este buen desempeño fue particularmente evidente en los mercados accionarios y en el comportamiento de las divisas de estos países frente al dólar.

### 2.2.3. Mercados en México

En México la cotización del peso frente al dólar mostró una apreciación mayor al 3 por ciento respecto a los niveles que prevalecían en la última reunión de política monetaria (Gráfica 14), siendo así una de las divisas de los países emergentes que mejor desempeño mostró en dicho periodo. Al respecto, además de reaccionar favorablemente al acuerdo parcial logrado en el Congreso norteamericano para evitar el abismo fiscal, la cotización del peso también se benefició de las buenas expectativas que generó el compromiso de la nueva administración para mantener finanzas públicas sanas y la voluntad política para negociar y acordar las reformas estructurales pendientes. Es importante mencionar que la referida apreciación estuvo acompañada de un importante flujo de inversión extranjera hacia instrumentos de corto y largo plazo denominados en pesos, con lo cual la tenencia de los inversionistas extranjeros en este tipo de instrumentos alcanzó máximos históricos (Gráfica 15 y Gráfica 16).

**Gráfica 12**  
Variación Porcentual y Cambio en Puntos Base de distintos Activos de Países Emergentes del 26 de Noviembre de 2012 al 14 de Enero de 2013



Fuente: Bloomberg, Barclays y JPMorgan.

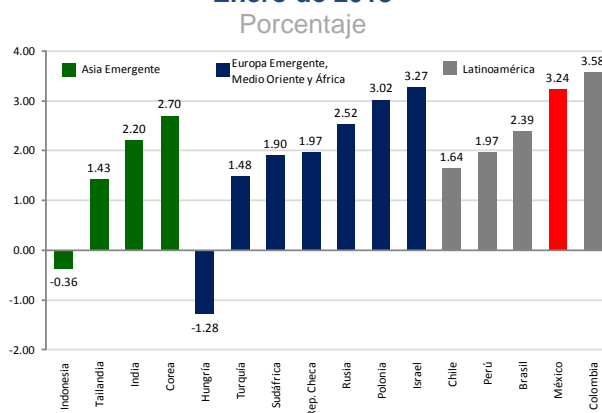
\*Los índices MSCI de mercados emergentes miden el desempeño de los índices accionarios en dólares estadounidenses.

\*\*El EMBI+ mide el diferencial de los rendimientos de instrumentos de deuda externa soberana de países emergentes en dólares estadounidenses respecto a la deuda de Estados Unidos.

\*\*\*Incluye deuda denominada en dólares estadounidenses de los sectores corporativo y no-corporativo sin grado de inversión por al menos dos agencias calificadoras.

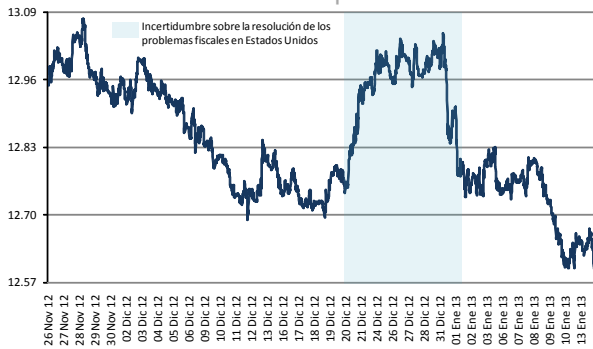
\*\*\*\*Contempla deuda corporativa denominada en dólares estadounidenses de países emergentes.

**Gráfica 13**  
Variación Porcentual de las Divisas frente al Dólar del 26 de Noviembre de 2012 al 14 de Enero de 2013



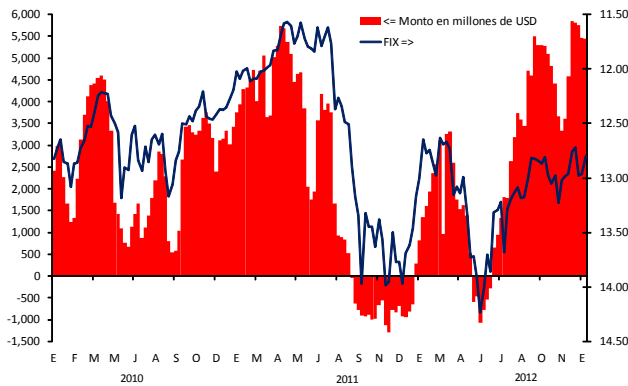
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 14**  
**Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar**  
 Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 15**  
**Posición Especulativa Neta del Peso Mexicano en los Futuros de Chicago (IMM)**  
 Millones de dólares, pesos por dólar



Fuente: CFTC y Banco de México.

**Gráfica 16**  
**Tenencia de Bonos Gubernamentales de Inversionistas Extranjeros**  
 Millones de pesos

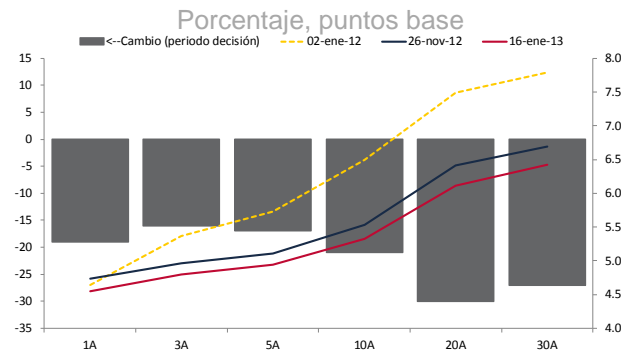


Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, en el mercado de dinero las tasas de interés presentaron importantes disminuciones, siendo las más pronunciadas las de los sectores más largos de la curva de rendimientos (Gráfica 17). Dichas bajas estuvieron muy influenciadas por las últimas publicaciones de inflación, las cuales resultaron por debajo de lo anticipado. Esta menor inflación observada también provocó una importante reducción en la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en el diferencial entre las tasas nominales y reales (Gráfica 18), reflejando con ello menores expectativas de inflación en el futuro.

**Gráfica 17**  
**Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales**  
 Porcentaje, puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

**Gráfica 18**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícito en el Diferencial entre las Tasas Nominales y Reales**  
 Puntos base



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

Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

Finalmente, tanto los analistas de las principales corredurías nacionales y extranjeras, así como las expectativas implícitas en la estructura de tasas de interés, continúan anticipando que la postura de política monetaria se mantenga sin cambio hasta inicios de 2014.



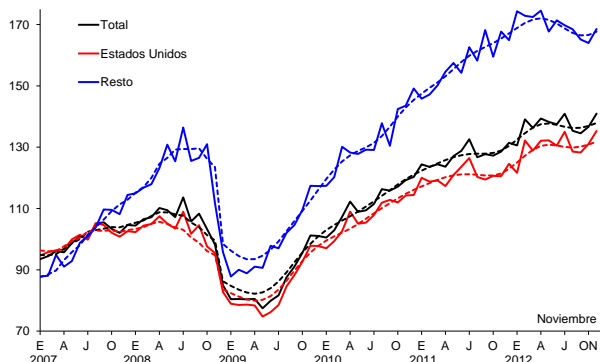
## 2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

### 2.3.1. Actividad económica

La información más reciente sobre el desempeño de la economía mexicana sugiere que ésta continuó presentando una moderación en su ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre de 2012. En particular, el menor dinamismo de la actividad económica mundial afectó al crecimiento de la demanda externa, lo cual a su vez repercutió en el comportamiento de algunos componentes de la demanda interna y de los servicios más asociados al sector exportador, como lo son los transportes, correos y almacenamiento.

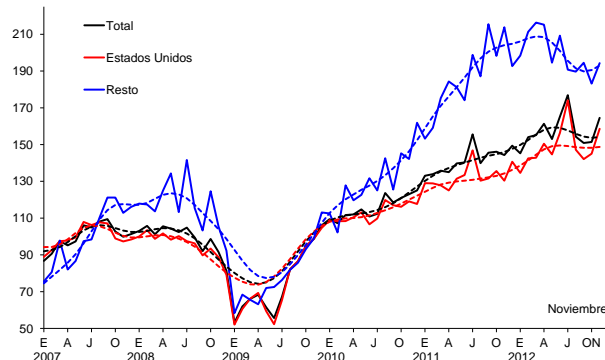
La disminución en el impulso de la demanda externa, tanto de aquella proveniente de Estados Unidos, como del resto del mundo, se reflejó en los últimos meses del año en una notoria desaceleración de las exportaciones manufactureras de México, en comparación con lo registrado a principios de 2012 (Gráfica 19). Si bien la disminución en el ritmo de expansión de las exportaciones manufactureras ha sido particularmente evidente en lo que corresponde a las exportaciones automotrices, también ha sido notoria en las ventas externas del resto de los productos manufactureros (Gráfica 20 y Gráfica 21).

**Gráfica 19**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
Índices 2007 =100, a. e.



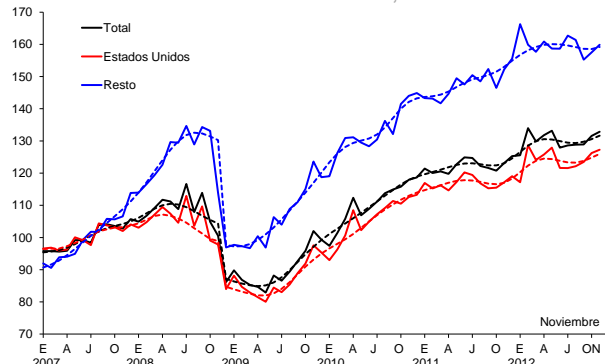
a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Banco de México.

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



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

**Gráfica 21**  
**Exportaciones Manufactureras No Automotrices**  
Índices 2007 =100, a. e.

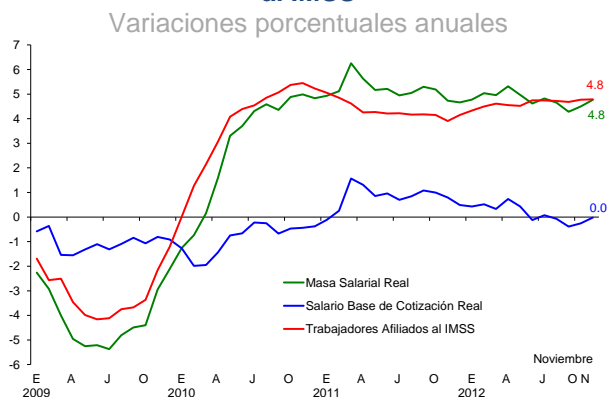


a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Banco de México.

Por su parte, en los últimos meses de 2012 el gasto interno continuó presentando una trayectoria creciente, si bien algunos de sus componentes y determinantes mostraron una disminución en sus tasas de crecimiento, respecto a lo registrado en trimestres previos. En particular, las ventas de la ANTAD presentaron en el penúltimo mes del año un impulso temporal derivado del programa “El Buen Fin”. Sin embargo, se espera que, en congruencia con la desaceleración que han registrado algunos de los determinantes del consumo privado, también presenten un desempeño más moderado en los próximos meses. En efecto, algunos determinantes del consumo han mostrado recientemente una desaceleración. En particular, las variaciones anuales negativas de los salarios reales de los trabajadores afiliados al IMSS continúan afectando la evolución de la masa salarial (Gráfica 22). Asimismo, durante el último trimestre de 2012 las remesas familiares

permanecieron en niveles inferiores a los observados a principios de año.

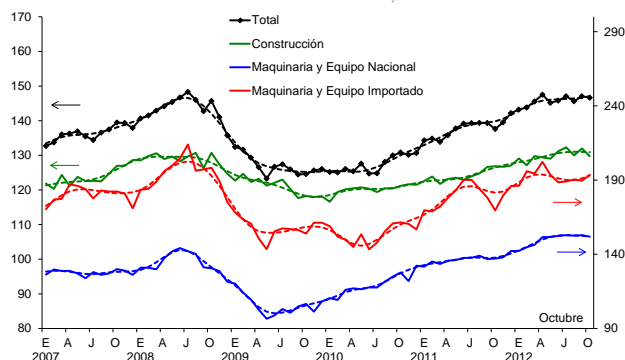
**Gráfica 22**  
**Masa Salarial Real de los Trabajadores Afiliados al IMSS**



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

En cuanto a la inversión fija bruta, ésta continuó mostrando una desaceleración en su ritmo de crecimiento. Dicho comportamiento ha sido reflejo del menor dinamismo de la inversión tanto en maquinaria y equipo, como en construcción (Gráfica 23).

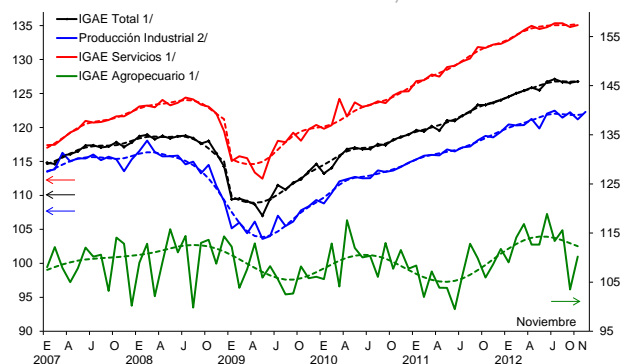
**Gráfica 23**  
**Inversión y sus Componentes**  
Índices 2003=100, a. e.



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

La moderación en el ritmo de crecimiento tanto de la demanda externa, como de la interna, condujo a que la actividad productiva presentara en el cuarto trimestre de 2012 un crecimiento menor al observado en trimestres anteriores. En efecto, en los meses de octubre y noviembre, el IGAE registró un desempeño menos favorable que en los trimestres previos, como resultado tanto de un menor dinamismo del sector industrial como del de servicios (Gráfica 24).

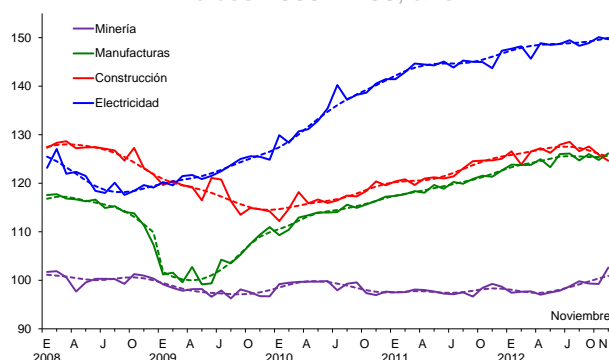
**Gráfica 24**  
**Indicadores de la Actividad Económica**  
Índices 2003 = 100, a. e.



1/ Información al mes de octubre de 2012.  
2/ Información al mes de noviembre de 2012 de los Indicadores de la Actividad Industrial, INEGI.  
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Profundizando en el menor dinamismo de la actividad industrial, éste reflejó una desaceleración tanto en la construcción, como en las manufacturas (Gráfica 25). A su vez, el menor ritmo de expansión del sector manufacturero ha sido consecuencia tanto del relativo estancamiento que ha mostrado la producción de vehículos ligeros en los últimos meses del año, como de una disminución en el dinamismo del resto de las manufacturas (Gráfica 26 y Gráfica 27).

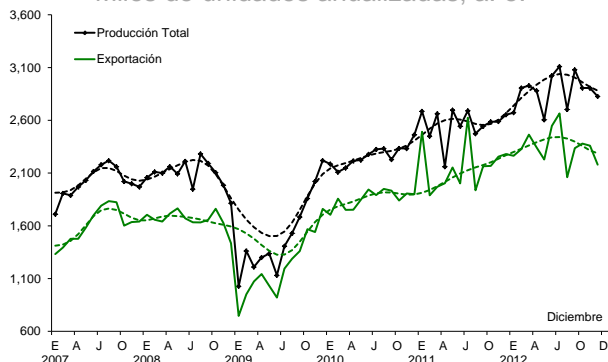
**Gráfica 25**  
**Actividad Industrial**  
Índices 2003 = 100, a. e.



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

**Gráfica 26**  
**Producción y Exportación**  
**de Vehículos Ligeros**

Miles de unidades anualizadas, a. e.

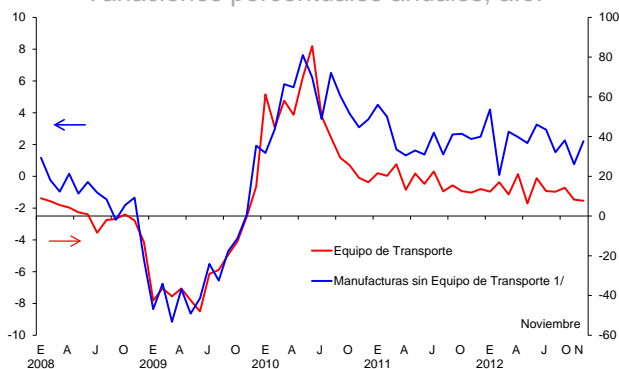


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).

**Gráfica 27**  
**Producción Manufacturera**

Variaciones porcentuales anuales, a.e.



1/ Elaboración de Banco de México con datos del INEGI.

a.e. / Cifras con ajuste estacional.

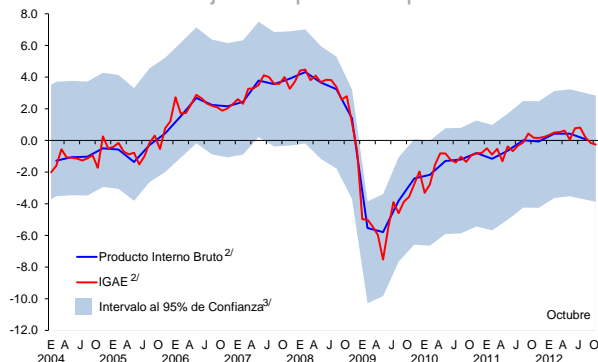
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La evolución de la economía en el último trimestre del año condujo a que la brecha del producto permaneciera en niveles cercanos a cero (Gráfica 28). En este contexto, no se presentaron presiones de demanda en los mercados de los principales insumos para la producción, tales como el laboral y el de crédito.

**Gráfica 28**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
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.

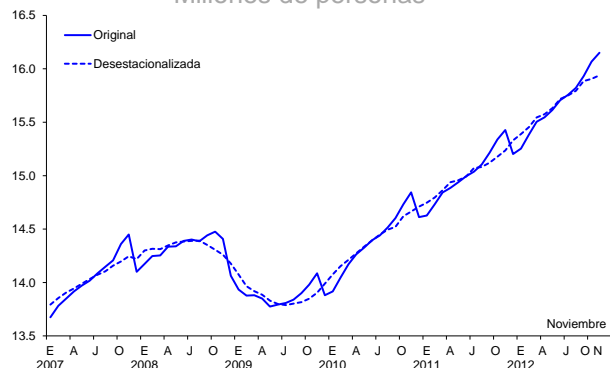
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2012; cifras del IGAE a octubre de 2012.

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

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

El mercado laboral ha continuado mostrando una recuperación acorde con la capacidad de crecimiento de la economía sin que ésta presente presiones inflacionarias. En efecto, si bien el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó registrando una tendencia ascendente, la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 2012 parecería haber conducido a que las tasas de desocupación nacional y urbana mostraran un nuevo incremento (Gráfica 29 y Gráfica 30). Cabe señalar que dichas tasas, así como la tasa de ocupación en el sector informal, continúan en niveles superiores a los observados antes de la crisis.

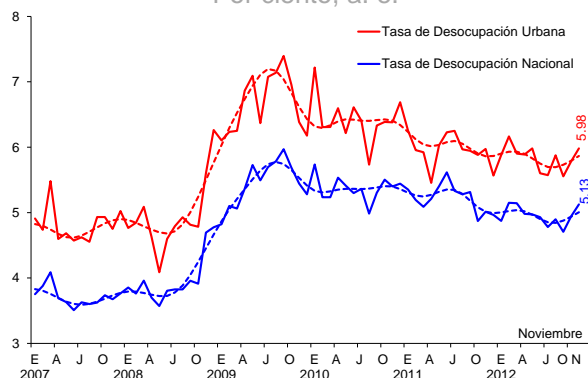
**Gráfica 29**  
**Trabajadores Asegurados en el IMSS<sup>1/</sup>**  
Millones de personas



1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

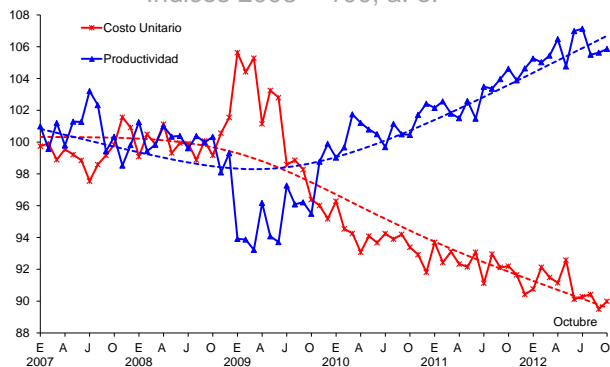
**Gráfica 30**  
**Tasas de Desocupación Nacional y Urbana**  
 Por ciento, a. e.



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

En este contexto, los incrementos de los principales indicadores salariales de la economía continuaron siendo moderados. Esto, aunado a la tendencia creciente que ha registrado la productividad media del trabajo, contribuyó a que los costos unitarios de la mano de obra se hayan mantenido en niveles bajos (Gráfica 31). De esta manera, no parecería haber presiones inflacionarias provenientes de los costos laborales.

**Gráfica 31**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero**  
 Índices 2008 = 100, a. e.

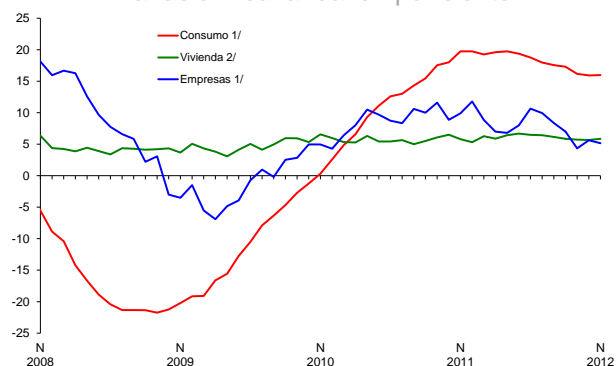


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Acorde con el reciente desempeño de la actividad productiva, el financiamiento al sector privado no financiero continuó creciendo, si bien a un ritmo más moderado que en la primera mitad de 2012 (Gráfica 32). Por el lado de las empresas, las menores tasas de crecimiento del crédito otorgado por la banca comercial observadas en los últimos meses son reflejo, en parte, de un menor

endeudamiento con la banca de aquellas empresas que emiten en los mercados de valores doméstico y externo, y que han venido sustituyendo el crédito bancario por una mayor emisión de deuda. Por el lado de los hogares, la cartera de crédito hipotecario prolongó su trayectoria de crecimiento sostenido, mientras que el crédito al consumo siguió expandiéndose a tasas elevadas, si bien algunos de sus componentes han registrado una desaceleración en meses recientes. En este contexto, el financiamiento al sector privado no ha mostrado señales de sobrecalentamiento, ya que las tasas de interés de los créditos a las empresas y a los hogares permanecieron en niveles estables, a la vez que los índices de morosidad correspondientes, en general, continuaron sin presentar cambios significativos.

**Gráfica 32**  
**Crédito Vigente al Sector Privado No Financiero**  
 Variación real anual en por ciento

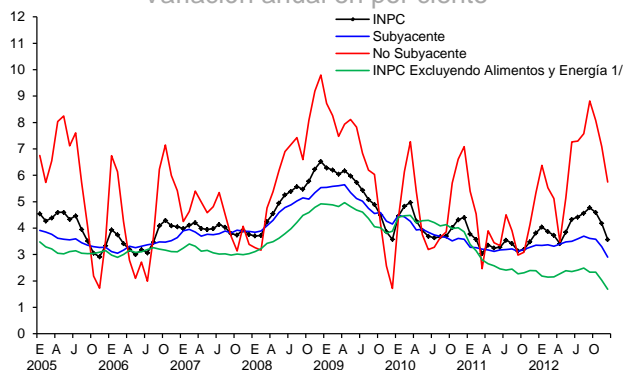


1/ Se refiere al crédito otorgado por la banca comercial.  
 2/ Incluye el crédito de Infonavit y banca comercial.  
 Fuente: Banco de México.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En diciembre de 2012 la inflación general anual se ubicó en 3.57 por ciento, cifra 0.79 puntos porcentuales menor al dato que se reportó en la Minuta anterior correspondiente a la primera quincena de noviembre de 2012, de 4.36 por ciento (Gráfica 33 y Cuadro 1). Así, tal como fue previsto por el Banco de México, dicho indicador acentuó la tendencia descendente que inició en septiembre de 2012 para ubicarse por debajo de 4 por ciento al término del año. Esta disminución fue impulsada por las menores contribuciones de los componentes subyacente y no subyacente del INPC.

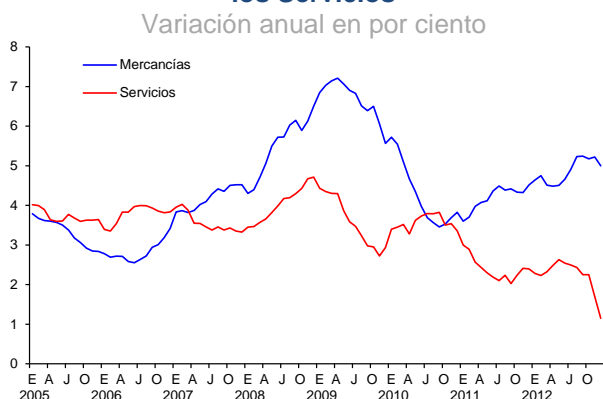
**Gráfica 33**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



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

La inflación subyacente anual en diciembre de 2012 fue 2.90 por ciento (en la primera quincena de noviembre fue 3.50 por ciento, Gráfica 33 y Cuadro 1). Este importante decremento fue producto de dos tendencias: primero, una incipiente reducción en la tasa de crecimiento anual de los precios de las mercancías, determinada primordialmente por la evolución de los precios de los alimentos procesados (destacando las menores incidencias de los precios de la tortilla de maíz, de los embutidos y del azúcar); y, segundo, una disminución en la tasa de variación anual de los precios del rubro de los servicios, explicada en gran medida por la baja de las tarifas de los servicios de telecomunicaciones (Gráfica 34).

**Gráfica 34**  
**Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

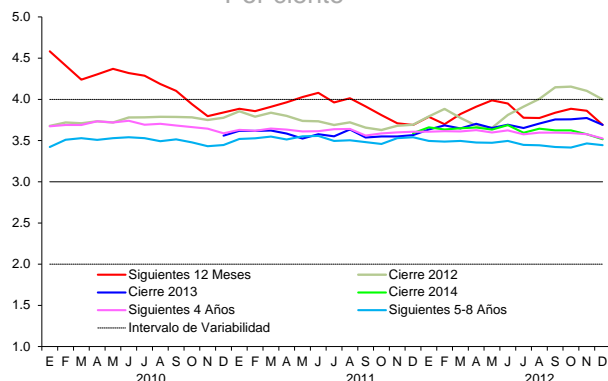
En diciembre de 2012 la inflación no subyacente fue 5.74 por ciento, nivel significativamente menor a la cifra reportada en la primera quincena de

noviembre de 7.22 por ciento (Cuadro 1). La mayor contribución a este resultado provino del grupo de los productos agropecuarios, cuyos precios en el mes de referencia exhibieron una tasa de variación anual de 9.18 por ciento (en la primera quincena de noviembre de 2012 fue 13.41 por ciento). En particular, destacó la menor incidencia sobre la inflación de los siguientes productos: jitomate, calabacita, frijol, carne de res, pollo y huevo. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno tuvo una variación anual de 3.84 por ciento en diciembre de 2012 (3.93 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2012).

En lo referente a las expectativas de inflación, las correspondientes para 2013 han mostrado una reducción en el margen (Gráfica 35). Así, el promedio de las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2013 se situó en 3.69 por ciento en la encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado de diciembre levantada por el Banco de México, nivel inferior al observado en la encuesta de octubre de 3.76 por ciento (Gráfica 35). Este resultado se debió a la disminución de la media de las expectativas para el componente subyacente, la cual pasó de 3.51 por ciento en la encuesta de octubre a 3.45 por ciento en la encuesta de diciembre. Asimismo, el promedio de las expectativas implícitas del componente no subyacente exhibió una disminución pasando de 4.59 a 4.48 por ciento en el periodo referido. En cuanto a las expectativas de inflación para el cierre de 2014, el promedio de éstas se redujo de 3.62 por ciento en la encuesta de octubre a 3.52 por ciento en la de diciembre de 2012.

En relación a las expectativas de inflación de mayor plazo, la media de las correspondientes al promedio para los siguientes 4 años permaneció estable alrededor de 3.5 por ciento durante los últimos meses. Por su parte, la media de las expectativas de inflación promedio para los siguientes 5 a 8 años se mantuvo estable en niveles cercanos a 3.4 por ciento (Gráfica 35).

**Gráfica 35**  
**Expectativas de Inflación General para**  
**Diferentes Horizontes**  
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información proveniente de las encuestas, a partir de la evolución de las tasas de interés de largo plazo es posible calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo), la cual ha disminuido recientemente a niveles cercanos a 3.65 por ciento en los últimos días, si bien este indicador suele presentar cierta volatilidad (Gráfica 36). Al tener el riesgo inflacionario un valor positivo, esto significa que la compensación por inflación es inferior a 3.65 por ciento.

**Gráfica 36**  
**Compensación por Inflación y Riesgo**  
**Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en**  
**México<sup>1/</sup>**  
 Por ciento



1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario.

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

El pronóstico de la inflación general anual para 2013 sitúa a esta variable en niveles inferiores a los registrados durante 2012. Se prevé que durante gran parte de 2013 la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a la meta de 3 por ciento. Asimismo, se anticipa que durante la mayor parte del año la inflación subyacente anual se sitúe en niveles inferiores a 3 por ciento.

Esta previsión considera que la brecha del producto se mantenga en niveles cercanos a cero y, por ende, que no se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Sin embargo, entre los elementos que podrían incidir al alza sobre el mencionado pronóstico, destacan: i) la posibilidad de que ocurran aumentos en los precios de bienes y servicios públicos mayores a los que se anticipan, especialmente en lo que se refiere al transporte público y en el cobro de derechos por refrendo de la placa vehicular; ii) condiciones climáticas, o sanitarias, desfavorables que incidan sobre la oferta de productos agropecuarios; y, iii) un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales con su consecuente efecto sobre el tipo de cambio.

Por otra parte, un factor que incidiría a la baja en el pronóstico de la inflación es que la contribución a la baja de la inflación de la industria de las telecomunicaciones sea mayor a la prevista, como reflejo de una intensificación de la competencia y de una mejora en la calidad de los servicios que ésta ofrece al público.

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

Concepto	Diciembre 2011	Noviembre 1q 2012	Diciembre 2012
<b>INPC</b>	<b>3.82</b>	<b>4.36</b>	<b>3.57</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.35</b>	<b>3.50</b>	<b>2.90</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.52</b>	<b>5.29</b>	<b>5.00</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.81	6.11
Mercancías no Alimenticias	2.39	4.11	4.13
<b>Servicios</b>	<b>2.40</b>	<b>2.01</b>	<b>1.15</b>
Vivienda	2.04	2.02	2.05
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.47	4.48
Otros Servicios	2.27	1.29	-0.72
<b>No Subyacente</b>	<b>5.34</b>	<b>7.22</b>	<b>5.74</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>3.73</b>	<b>13.41</b>	<b>9.18</b>
Frutas y Verduras	-4.37	9.90	2.90
Pecuarios	9.76	15.55	13.22
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>6.19</b>	<b>3.93</b>	<b>3.84</b>
Energéticos	8.30	5.76	5.62
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.49	0.45

Fuente: INEGI.

### 3. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Durante la sesión se llevó a cabo un nutrido intercambio de opiniones entre todos los asistentes sobre los temas tratados en ella. A continuación se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno presentes, respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno consideró que el entorno económico mundial continuó mostrando signos de debilidad. En este contexto, todos los miembros señalaron que el ritmo de expansión de la actividad económica en México se ha moderado y la mayoría afirmó que persisten riesgos a la baja para el crecimiento. Por otra parte, todos los miembros apuntaron que la inflación general al cierre de 2012 se ubicó dentro del intervalo de variabilidad en torno a la meta permanente. Asimismo, la mayoría indicó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado, si bien un miembro consideró que éste permanece aproximadamente igual al prevaleciente a finales del año pasado.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que las expectativas de crecimiento de la economía mundial continúan siendo desfavorables. Asimismo, algunos miembros indicaron que en ese sentido persisten importantes riesgos a la baja.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros destacó que ésta sigue mostrando señales de debilidad. En particular, un miembro señaló que la recuperación de la actividad económica de dicho país ha sido mucho más lenta que en otros episodios similares y que incluso ésta en el margen se ha deteriorado. Agregó que las condiciones económicas no han sido apropiadas para inducir un aumento importante del gasto agregado en ese país. En ese mismo sentido, otro miembro indicó que la recuperación del empleo ha sido débil. Sin embargo, algunos miembros apuntaron que, a pesar de lo anterior, en el margen ciertos indicadores han mostrado una ligera mejoría. En este contexto, un miembro señaló que la actividad económica ha mantenido un ritmo moderado de crecimiento, mientras que algunos recalcaron la evolución favorable del mercado laboral y del sector inmobiliario, los avances mostrados por los hogares en la recomposición de sus balances, la mejoría en la posición financiera de las empresas, así como el aumento gradual del financiamiento bancario, el cual ha estado apoyado

en el saneamiento de las instituciones financieras y las tasas de interés extraordinariamente bajas.

Por otra parte, todos los miembros de la Junta abordaron el tema relacionado a las negociaciones en Estados Unidos que se llevaron a cabo para evitar el “abismo” fiscal que se temía ocurriría dada la legislación anterior. Al respecto, algunos miembros argumentaron que los acuerdos alcanzados recientemente han logrado prevenir este escenario, reduciendo las probabilidades de una recesión en ese país. Sin embargo, también enfatizaron que persiste un cierto grado de incertidumbre asociada a las reducciones en el gasto público y a la determinación del límite de la deuda pública. En este sentido, un miembro comentó que si bien el Gobierno y el Congreso de Estados Unidos alcanzaron un acuerdo para impedir el “abismo” fiscal, éste es transitorio y sólo posterga la solución. Añadió que el desacuerdo en relación con la consolidación fiscal no es un episodio aislado, sino la continuación de un debate entre las fuerzas políticas en dicho país, en el que ni en 2010 ni a principios de 2013 se ha logrado un consenso general, a pesar de que hay muchos incentivos para hacerlo. Agregó que esta situación ha contribuido a mantener un elevado nivel de incertidumbre, que ha afectado adversamente las decisiones de inversión de las empresas y que, aunado al efecto multiplicador del ajuste fiscal, podría propiciar que la actividad económica en Estados Unidos no se recupere plenamente. En el mismo sentido, sostuvo que otro elemento que podría limitar el crecimiento del gasto es que tanto los jefes de familia, como las instituciones financieras, van a ser mucho más prudentes en la expansión del crédito y en tratar de convertir en gasto ganancias de capital de algunos de sus activos. Algunos miembros mencionaron que debido a los ajustes fiscales esperados, la expectativa de crecimiento para 2013 es menor a la registrada en 2012. Sin embargo, un miembro añadió que cabría esperar que las expectativas de crecimiento no se deterioren mucho más respecto de sus niveles actuales, a lo que otro añadió que incluso se espera una recuperación para 2014.

En lo que respecta a la política monetaria en Estados Unidos, algunos miembros de la Junta indicaron que los integrantes del Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal han mencionado la necesidad de manejar con prudencia las medidas extraordinarias que han aplicado, argumentando que los beneficios de continuar con la compra de activos son inciertos, y que los costos potenciales podrían aumentar con el



tamaño del balance de la Reserva Federal, por lo que algunos de dichos integrantes se han manifestado a favor de desacelerar o detener las compras antes de fin de año. Sin embargo, otro miembro de la Junta afirmó que es casi un hecho que estas medidas continúen por un periodo prolongado, debido a que resulta conveniente dar cierta seguridad de que la Reserva Federal va a seguir una política muy laxa por un periodo relativamente largo.

En cuanto a las economías de Europa, algunos miembros de la Junta indicaron que sus niveles de actividad económica continuaron contrayéndose. Asimismo, la mayoría de los miembros señaló que las perspectivas de crecimiento para la región siguen siendo desfavorables. Un miembro añadió que en el margen el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado y que en los años subsecuentes se espera que la mayoría de los países de la región se vean afectados por un inmenso lastre fiscal, incluso con el riesgo para algunos de ellos de no cumplir con las metas, lo que complicaría aún más la reactivación de la economía de Europa. Sin embargo, algunos miembros reconocieron los avances en torno a la reestructura de la deuda de Grecia, y uno de ellos señaló que, de hecho, se espera cierta mejoría en el crecimiento de la región para la segunda mitad de 2013.

La mayoría de los miembros notó que la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales ha disminuido, principalmente como consecuencia de los resultados de las negociaciones fiscales en Estados Unidos, así como de los avances que se han logrado para resolver los problemas en Europa, dentro de los cuales destacan las medidas tomadas por el Banco Central Europeo. En este sentido, un miembro agregó que estos adelantos se reflejaron en incrementos de los precios de las acciones, la apreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar, así como en condiciones más benignas de financiamiento y menores primas de riesgo, particularmente aquéllas enfrentadas por los bancos europeos y los gobiernos de los países periféricos de la zona del euro. Otro más agregó que la probabilidad de un evento catastrófico se ha reducido. Sin embargo, algunos miembros señalaron que el funcionamiento de los mercados de deuda soberana y de financiamiento interbancario sigue dependiendo principalmente del apoyo del Banco Central Europeo, de otras autoridades de la zona del euro y del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, la mayoría de los miembros señaló que no se pueden descartar

nuevos episodios de riesgos exacerbados y volatilidad financiera, derivado de las negociaciones respecto a la situación fiscal de Estados Unidos y de la situación financiera y fiscal en la zona del euro.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de los miembros reconoció que sus tasas de crecimiento serán menores a las observadas previamente, si bien en algunos casos, como el de China, después de la reducción que se observó en su tasa de crecimiento ésta parece haberse estabilizado. Uno de ellos destacó que Brasil e India han mostrado un crecimiento más débil de lo anticipado. Sin embargo, algunos miembros también reconocieron que recientemente el crecimiento mundial ha mejorado en el margen, y uno de ellos señaló que esto ha sido consecuencia del desempeño de las economías emergentes.

La mayoría de los miembros aseveró que se prevén condiciones de inflación mundial baja y estable. Asimismo, la mayoría de los miembros afirmó que el entorno actual ha ocasionado que se estabilicen los precios de las materias primas y agregó que se espera que éstos continúen con trayectorias moderadamente a la baja. Así, la mayoría de los miembros indicó que se anticipa que las principales economías avanzadas y emergentes mantengan políticas monetarias laxas y que, en algunos casos, incluso tenga lugar un relajamiento adicional.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la tasa de crecimiento de la actividad económica de México se ha moderado, en buena medida como consecuencia de que el entorno internacional que enfrenta la economía se ha reflejado en un menor dinamismo de la demanda externa. En particular, todos los miembros afirmaron que las exportaciones se han desacelerado, y uno de ellos agregó que lo anterior no se observa únicamente en las exportaciones a Estados Unidos, sino también en las exportaciones al resto del mundo. En congruencia con la débil demanda externa, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que también comienza a hacerse más notoria la desaceleración en algunos componentes del gasto interno. Al respecto, algunos miembros enfatizaron que tanto la inversión, como algunos determinantes del consumo, han perdido dinamismo. Uno de ellos puntualizó que la inversión en vivienda ha sido un lastre para la economía, que no se ha visto una recuperación del mercado laboral y que la tasa de desempleo recientemente volvió a incrementarse. Otro miembro de la Junta agregó que las ventas de los establecimientos comerciales a octubre

siguieron mostrando una tendencia ascendente, si bien las de la ANTAD se desaceleraron en el último trimestre del año. Algunos miembros destacaron que el comportamiento descrito de la demanda externa e interna ha influido en la evolución de la actividad productiva y de los servicios más vinculados con el comercio exterior. No obstante, un miembro recalzó que es alentador que en octubre y noviembre pasados las exportaciones manufactureras hayan mostrado un aumento. Asimismo, otro explicó que la reciente desaceleración no parece un caso de caída drástica en el crecimiento económico, ya que el gasto se ha mantenido constante. Adicionalmente, un miembro recalzó que el crecimiento del consumo se ha sostenido en una recuperación del mercado laboral, como lo reflejan los indicadores de empleo. También señaló que aunque han disminuido recientemente las tasas de expansión del crédito al consumo, éstas siguen siendo elevadas. Finalmente, agregó que los indicadores prospectivos de gerentes de compras, tanto del sector manufacturero como del no manufacturero, continúan estables en zona de expansión.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la brecha del producto se encuentra alrededor de cero. Un miembro agregó que, tomando en cuenta los bienes no comerciables, la brecha del producto se ha vuelto negativa. En este contexto, la mayoría apuntó que no existen presiones generalizadas sobre la inflación provenientes de la demanda agregada. En particular, la mayoría sostuvo que no se observan presiones derivadas del comportamiento del mercado laboral y que los incrementos salariales han sido moderados. En cuanto al mercado crediticio, un miembro indicó que la interacción de la demanda y oferta de fondos prestables no está presionando al alza las tasas de interés y agregó que los indicadores de morosidad de los bancos se encuentran en niveles estables. No obstante, otro miembro señaló que existe la posibilidad de presiones de demanda agregada sobre los precios, ya que diversos indicadores convencionales, como la brecha del producto y la utilización de la capacidad instalada del sector manufacturero, apuntan a que no existe holgura en la economía. En respuesta, un miembro resaltó la importancia de analizar las condiciones bajo las que actualmente están operando los mercados de insumos y que, en este contexto, si bien la holgura en los mercados de insumos medida de varias formas se ha ido cerrando, ésta no se ha visto reflejada en presiones sobre sus precios. Además, señaló que tampoco se observa evidencia de presiones generalizadas

sobre los precios de la economía a partir de la información de las encuestas a las empresas, que son las que enfrentan presiones en los precios de sus insumos que a su vez trasladan a los precios de sus productos.

La mayoría de los miembros consideró que las perspectivas de crecimiento para la economía de México en 2013 se mantienen por debajo de la expansión que se estima se habría registrado en 2012. En particular, un miembro destacó que la economía se está desacelerando hacia su tasa de crecimiento potencial. En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana, la mayoría señaló que persisten riesgos a la baja como reflejo de los desequilibrios macroeconómicos que prevalecen en economías más desarrolladas. Inclusive, uno de ellos indicó que los riesgos de una desaceleración subsecuente de la economía nacional son todavía mayores. Asimismo, otro miembro consideró que el balance de riesgos para el crecimiento económico de México ha mejorado como resultado de una menor incertidumbre y un menor riesgo de recesión en Estados Unidos.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que la inflación continuó su tendencia a la baja, para ubicarse dentro del intervalo de variabilidad en torno a la meta de 3 por ciento en diciembre de 2012. Al respecto, uno de ellos detalló que este comportamiento ha sido congruente con lo que había previsto el Banco de México, dado que los cambios en precios relativos observados el año pasado tuvieron un carácter transitorio. En este sentido, otro miembro argumentó que tanto la inflación general, como la subyacente, se situaron cerca de la meta de 3 por ciento en diciembre. Profundizando en lo anterior, un miembro aclaró que la disminución en la inflación fue consecuencia tanto de menores contribuciones del componente subyacente, como del no subyacente. Respecto a la inflación subyacente anual, puntualizó que ésta se redujo considerablemente, para ubicarse en 2.9 por ciento en diciembre, nivel históricamente bajo. Agregó que a este resultado contribuyeron la menor tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías, así como una variación anual por debajo de 2 por ciento del subíndice subyacente de los servicios, que es el que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación, la cual a su vez estuvo influida por el comportamiento de los precios de las telecomunicaciones. Adicionalmente, especificó que, en relación a la disminución en el subíndice de precios no subyacente, ésta obedeció a un menor

ritmo de incremento en los subíndices de precios agropecuarios y energéticos. Finalmente, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que la significativa disminución de la inflación ha tenido lugar en un entorno en el que la postura de política monetaria del Banco de México ha contribuido a que los ajustes en precios relativos en la economía se hayan dado de manera ordenada y sin efectos de segundo orden.

En este contexto, un miembro argumentó que, sin demeritar la baja en la inflación observada a finales del año pasado, es importante evaluar los resultados cautelosamente, considerando que esto ocurrió después de seis meses consecutivos en los que la inflación general anual se ubicó por arriba de 4 por ciento y que ésta no ha convergido a la meta de 3 por ciento. Asimismo, señaló que la reciente reducción de la inflación ha dependido crucialmente de la disminución en los precios de las telecomunicaciones, cuyo beneficio podría ser transitorio, y argumentó que excluyendo la telefonía móvil, fija e internet, la inflación anual en diciembre hubiera sido aproximadamente 4.4 por ciento. En este mismo sentido, arguyó que durante 2012 el componente subyacente de alimentos se mantuvo por arriba del 6 por ciento y el correspondiente a mercancías no alimenticias continuó aumentando y rebasando ligeramente el 4 por ciento. Asimismo, aseveró que aunque ha disminuido el porcentaje de la canasta de bienes y servicios del INPC con aumentos anuales superiores al 4 por ciento, éste se mantiene todavía cerca del 50 por ciento. Ante estas afirmaciones, un miembro enfatizó que la tendencia a la baja en los precios de las telecomunicaciones refleja mejoras tecnológicas, lo cual es un fenómeno real que está sucediendo en la economía y, por lo tanto, podría ser sostenible y continuar apoyando niveles de inflación bajos. Asimismo, subrayó que es posible que los choques adversos sobre la inflación no subyacente que afectaron en el pasado continúen deshaciéndose y que siga desacelerándose el efecto sobre la inflación de los cambios en precios relativos que tuvieron lugar el año pasado. Adicionalmente, sostuvo que en otras ocasiones ya se habían observado niveles similares en la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC con aumentos por arriba de 4 por ciento y que esta proporción ha venido disminuyendo.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que en 2013 la inflación general continuará en una trayectoria que la situará cerca del objetivo permanente de 3 por ciento. Algunos miembros agregaron que se espera que la inflación

subyacente se sitúe alrededor de esa cifra, incluso uno de ellos manifestó que espera que ésta se encuentre por debajo de dicho nivel, y añadieron que, dado que no se espera un ensanchamiento de la brecha del producto, las proyecciones son razonables.

Respecto a las expectativas de inflación, la mayoría de los miembros de la Junta apuntó que éstas han presentado un comportamiento favorable. En particular, uno de ellos sostuvo que las de mediano y largo plazo se mantienen estables y que, en consecuencia, no se han presentado aumentos generales y desproporcionados en los indicadores de incrementos salariales. Otro miembro argumentó que las expectativas que resultan de la comparación de tasas de interés nominales y reales también han mostrado un ajuste importante. No obstante, otro miembro de la Junta aseveró que la baja en la inflación a finales de 2012 no ha resultado en una reducción clara de las expectativas de inflación para 2013 y recordó que las correspondientes a todos los plazos continúan por encima del objetivo permanente de 3 por ciento. Sin embargo, otro miembro señaló que es posible que las expectativas recabadas más oportunamente no estén todavía incorporando el comportamiento más reciente de la inflación. Adicionalmente, un miembro aclaró que en el análisis de las expectativas no sólo se debe considerar el primer momento de su distribución, sino también algunas medidas de dispersión y que, con base en un análisis más amplio, parecería existir evidencia de cierto sesgo a la parte baja de su distribución, lo cual sugiere que las expectativas de más largo plazo podrían ir disminuyendo.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado, al tiempo que uno consideró que éste se mantiene aproximadamente igual. Un miembro afirmó que considera que no hay presiones al alza, ni actualmente ni previsibles, sobre la inflación. Profundizando sobre los riesgos asociados a las previsiones para la inflación, un miembro de la Junta indicó la posibilidad de aumentos de precios y tarifas del sector público que pudieran ser mayores a los previstos. Además, mencionó el riesgo de condiciones climáticas y sanitarias desfavorables que pudieran incidir en los precios de productos agropecuarios, que aún crecen a tasas muy elevadas. Asimismo, destacó la posibilidad de que vuelvan a presentarse episodios de aversión al riesgo y volatilidad financiera que pudiesen llevar a un tipo de cambio superior al previsto por los analistas, lo que a su vez podría tener un efecto

sobre la inflación. Aclaró que estos episodios podrían derivarse de la incertidumbre relativa a las negociaciones acerca del techo de endeudamiento en Estados Unidos, pero sobre todo de la situación financiera y fiscal en la zona del euro. Sin embargo, un miembro aseveró que el escenario prospectivo indica que las posiciones abiertas a favor del peso son muy altas y que persiste un gran apetito por títulos de largo plazo, lo cual indica que no se esperan efectos negativos sobre la inflación por esta fuente. En este contexto, un miembro aseveró que la evaluación de los riesgos inflacionarios no debe reducirse a una enumeración de los eventos que pueden afectar la inflación, sino que sus efectos deben ser dimensionados. Así, por ejemplo, en caso de existir una preocupación por una posible depreciación del tipo de cambio, dicho miembro indicó que debe considerarse que actualmente se tiene evidencia de que el traspaso hacia los precios es reducido, por lo que el efecto sobre la inflación sería reducido aun de manifestarse un choque de esa naturaleza. Del mismo modo, al indicar posibles riesgos relacionados a incrementos en los precios de las materias primas, también se debe reconocer que el traspaso es bajo.

Los miembros de la Junta tuvieron una rica discusión relacionada con la interacción de la política monetaria con la fiscal en el entorno actual de menor crecimiento y menor inflación. En este contexto, algunos miembros señalaron que los sanos fundamentos macroeconómicos crean expectativas favorables y propician la apreciación del tipo de cambio. Especificaron que, en el corto plazo, continúan entrando importantes recursos del exterior, con el correspondiente impacto sobre el tipo de cambio. Asimismo, uno de ellos agregó que las anclas de la economía mexicana, la política monetaria, la política fiscal y la salud del sistema bancario, han resultado efectivas para enfrentar episodios de volatilidad, de tal manera que al final de periodos de esta naturaleza el tipo de cambio ha terminado por corregirse.

Un miembro indicó en relación con lo anterior que la economía de Estados Unidos podría estar transitando hacia un equilibrio en el cual posiblemente mostrará un crecimiento menor al registrado antes de la crisis. Argumentó que en estas condiciones, y dada la elevada integración entre la economía de México y la de Estados Unidos, existe una tendencia de mediano plazo a que el tipo de cambio real de México se deprecie, iniciada hace muchos años y habiéndose acentuado desde el estallamiento de la crisis mundial. Apuntó que la implementación de reformas

estructurales en nuestro país podría tener un impacto favorable sobre el potencial de crecimiento y que este factor podría revertir esa tendencia. Sin embargo, recalcó que aún existe incertidumbre en cuanto a las reformas que pudieran efectivamente implementarse y su impacto sobre el crecimiento potencial y, por lo tanto, sobre la posibilidad de una reversión en la tendencia de depreciación del tipo de cambio, además de que estos efectos tomarían un largo tiempo para materializarse. En este contexto, el mismo miembro recalcó que en el entorno actual la mezcla de política macroeconómica adecuada pudiese implicar una mayor fortaleza fiscal y un relajamiento monetario. Dado lo anterior, algunos miembros indicaron que la consolidación fiscal recientemente propuesta por el Ejecutivo y aprobada por el Congreso es adecuada para facilitar el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento y menor inflación. Asimismo, argumentaron que la política monetaria, a través de una reducción en el objetivo para la tasa de interés de referencia, podría contribuir también a facilitar dicho ajuste a los menores costos para la economía, sobre todo dada la favorable evolución que ha presentado la inflación. En este sentido, algunos miembros señalaron que en caso de que dicha reducción se decidiera, debería comunicarse como una corrección de una vez por todas que refleje cabalmente las ganancias que se han obtenido en el combate a la inflación y no como el inicio de un ciclo de relajamiento de política monetaria.

En concordancia con lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que la economía podría crecer a un mayor ritmo sin que se observen presiones inflacionarias, de modo que se podría tener un nivel de tasas de interés más bajo sin comprometer la convergencia a la meta de inflación. Además, un miembro señaló que la introducción de reformas estructurales podría incrementar el crecimiento potencial, permitiendo un crecimiento más acelerado sin presiones inflacionarias. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, de confirmarse la tendencia favorable de la inflación, sería importante enfatizar que una reducción en la tasa de interés de referencia podría ser congruente con el compromiso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente.

En contraste, un miembro indicó que la inflación no ha convergido aún al 3 por ciento. Agregó que enviar la señal de una reducción futura en la tasa de interés podría ser prematuro, debido a que todavía no se tiene información suficiente como

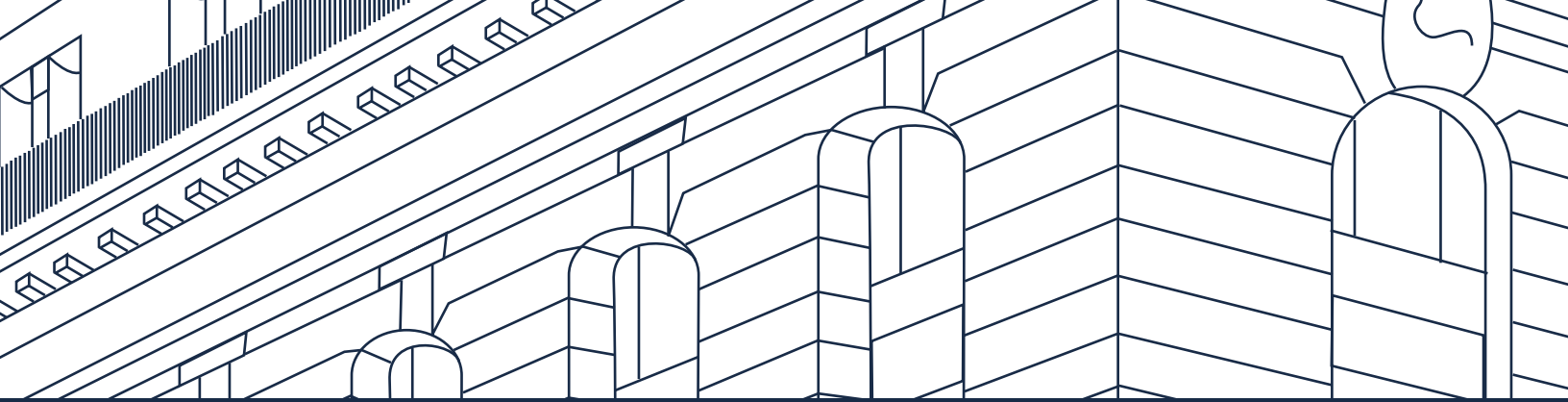
para justificar dicha acción. En este sentido, recordó que, de manera paralela a la situación actual, en espera de mejor información, en el pasado se había decidido no subir la tasa de interés, aun cuando por varios meses consecutivos la inflación se había ubicado por arriba del 4 por ciento. Asimismo, aseveró que, si bien los pronósticos apuntan a una baja de la inflación, todavía existe incertidumbre al respecto. Agregó que también existe el costo de no aprovechar la oportunidad de mantenerse firmes en la postura monetaria y con ello lograr finalmente la convergencia a la meta, en este momento en el que el Banco de hecho se encuentra tan cerca de alcanzarla.

Tomando en consideración lo anterior, todos los miembros coincidieron en que la Junta de Gobierno del Banco de México deberá mantenerse atenta a la evolución de la inflación y sus determinantes, de modo que siempre se procure la convergencia de la inflación a su objetivo permanente del 3 por ciento.

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

La Junta de Gobierno del Banco de México, a partir de las intervenciones de sus integrantes, 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.

Considerando la disminución en las presiones inflacionarias en el país, que la tendencia a la baja en la inflación general y subyacente parece estarse confirmando sustentada en fundamentos sanos y que no se han presentado nuevos choques, la Junta de Gobierno ha decidido en esta ocasión mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento. Más aún, de consolidarse el entorno descrito podría ser aconsejable una reducción del objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día para facilitar el ajuste de la economía a una situación de menor crecimiento económico y menor inflación. En todo caso, la Junta vigilará la evolución de todos los factores que podrían afectar a la inflación, con el fin de estar en condiciones de alcanzar el objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 1 de febrero de 2013

