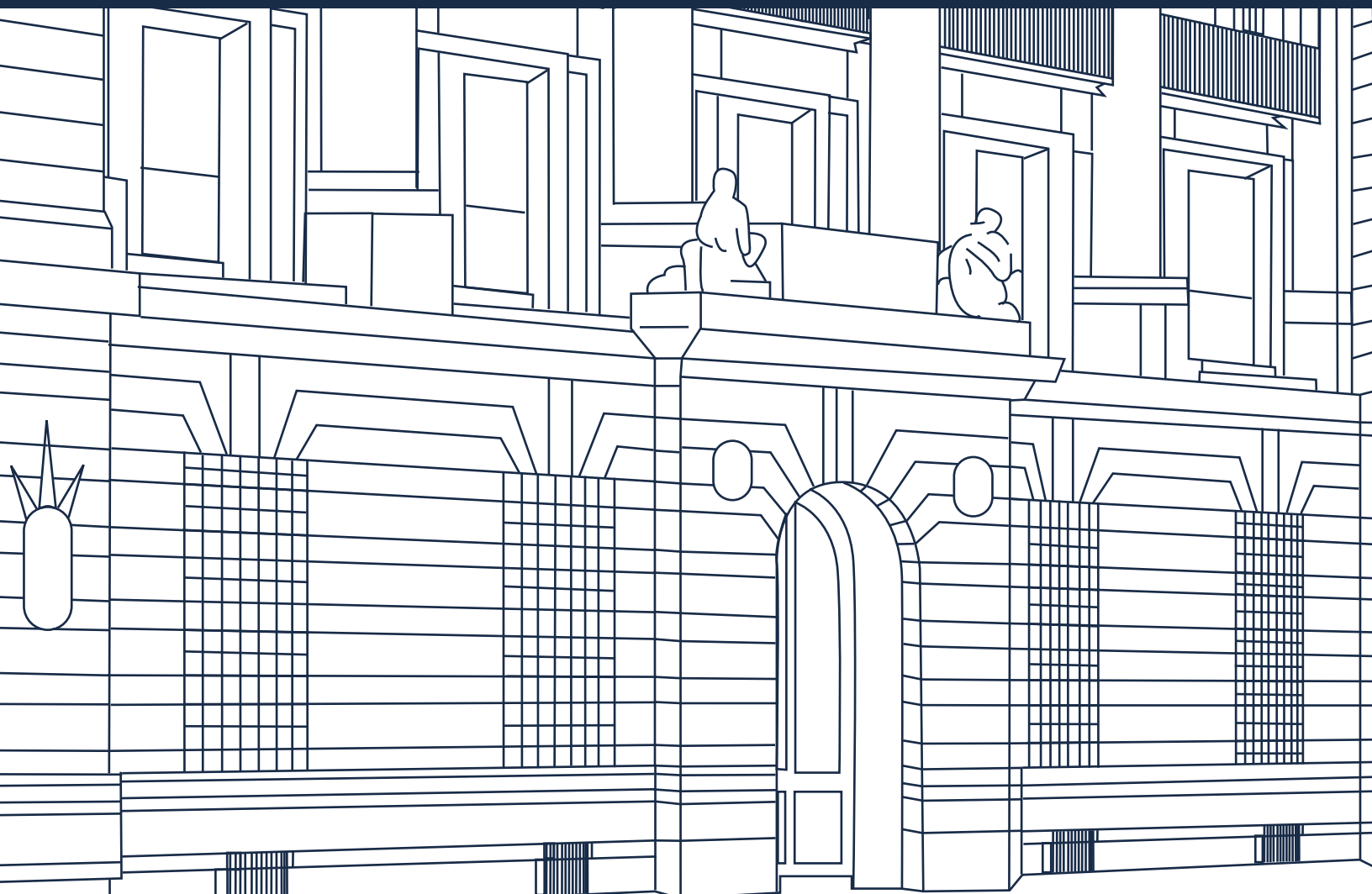




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 7

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 14 de octubre 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: 13 de octubre 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.

Dr. José Antonio Meade Kuribreña, Secretario 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 del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial ha continuado debilitándose, la confianza de los consumidores y de las empresas se ha deteriorado significativamente y los riesgos a la baja para el crecimiento han aumentado. Esto se ha retroalimentado con una elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales, reflejando los complejos problemas estructurales que enfrentan las principales economías avanzadas.

Así, las expectativas de crecimiento para la gran mayoría de países se han revisado a la baja. Lo anterior ha dado lugar a una disminución en los precios de las materias primas, lo que a su vez ha contribuido a que las presiones inflacionarias a nivel

mundial se reduzcan. En este contexto, se anticipan condiciones de gran laxitud monetaria, principalmente en las economías avanzadas.

En Estados Unidos, el PIB se expandió 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre. Para el tercer trimestre, diversos indicadores sugieren una debilidad persistente del consumo y del mercado laboral. El crecimiento del ingreso personal ha sido débil y sus expectativas se han deteriorado a lo largo del presente año (Gráfica 1). Asimismo, el gasto de las familias se ha visto afectado por la caída en el precio de las casas y el valor de los activos financieros. Estos factores, aunado a la incertidumbre en los mercados financieros, han afectado la confianza de los consumidores y empresas e impactado negativamente las perspectivas de crecimiento económico.

Gráfica 1
EUA: Ingreso Personal Disponible y
Expectativas de Cambio en el Ingreso

Variación sobre tres meses anualizada en por ciento y en por ciento, a. e.



Nota: Cambio en expectativas se define como el balance de las respuestas de aumento y disminución del ingreso esperado de los próximos 6 meses.

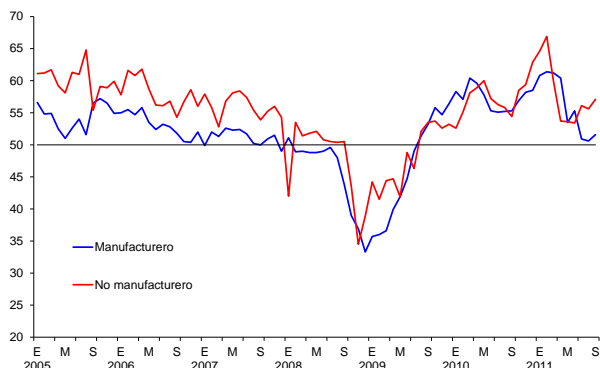
a. e. Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y Conference Board.

En cuanto al mercado laboral, el número de empleos promedio creados mensualmente en el tercer trimestre de 2011 fue similar al del segundo, esto es, alrededor de 96 mil plazas, muy por debajo de las 166 mil plazas creadas en promedio al mes en el primer trimestre del año. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo ligeramente arriba del 9 por ciento en septiembre, como ha ocurrido desde el segundo trimestre del año.

A pesar de la debilidad de la recuperación en Estados Unidos, algunos sectores mostraron cierto dinamismo durante el tercer trimestre. La inversión

en equipo y software ha mantenido un crecimiento robusto y la actividad manufacturera continuó expandiéndose (Gráfica 2).

Gráfica 2
EUA: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y No Manufacturero
 Índice de difusión, a. e.

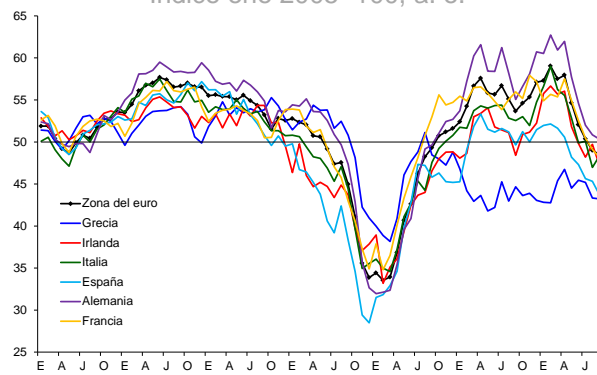


Fuente: National Association of Purchasing Management.

En la zona del euro, la intensificación de la crisis de deuda soberana ha repercutido de manera importante sobre la actividad económica. El PIB se desaceleró en el segundo trimestre a 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de la fuerte expansión de 3.1 por ciento en el primero. En el tercer trimestre, diversos factores continuaron afectando la actividad económica, incluyendo la caída en la confianza de familias y las empresas a raíz de los problemas financieros en la región. El fuerte descenso de indicadores prospectivos y los índices de confianza apuntan hacia un estancamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre (Gráfica 3).

Los países de la zona del euro con problemas de elevado endeudamiento se encuentran bajo una fuerte presión por las elevadas tasas de interés que enfrentan, su contracción económica y los ajustes fiscales que se han comprometido a implementar. Además, las condiciones crediticias en la región se han deteriorado. Durante el tercer trimestre, la demanda de préstamos por parte de las empresas cayó por primera vez en el año, mientras que en el caso de la de los hogares, la disminución observada desde principios de año se acentuó (Gráfica 4).

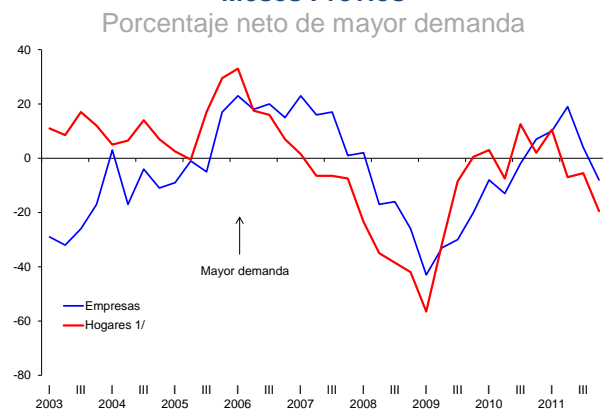
Gráfica 3
Zona del euro: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
 Índice ene 2005=100, a. e.



a. e. Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

Gráfica 4
Zona del Euro: Demanda de Préstamos de Empresas y Hogares, Condiciones de los 3 Meses Previos
 Porcentaje neto de mayor demanda

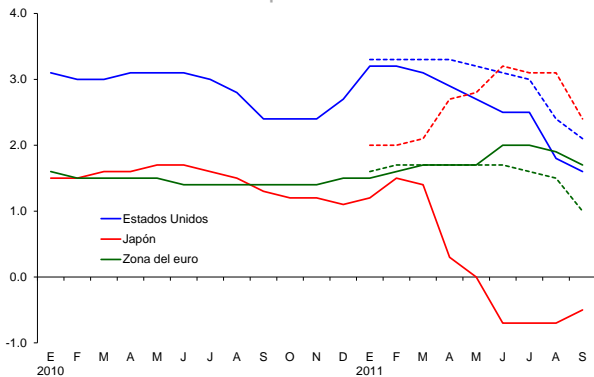


1/ Se refiere al promedio simple de demanda por préstamos para compra de casas y para consumo.

Fuente: BCE.

En este contexto, los pronósticos de crecimiento de la economía mundial siguieron revisándose a la baja en los últimos meses. Así, las proyecciones del crecimiento global se ajustaron tanto para 2011, como para 2012, pasando de 3.2 y 3.6 por ciento en la encuesta de julio de Consensus Forecast a 3.0 y 3.2 por ciento en la encuesta de septiembre, respectivamente. La revisión a la baja en los pronósticos fue mayor en las economías avanzadas que en las emergentes. En particular, los pronósticos de crecimiento para 2011 y 2012 de Estados Unidos han disminuido de 2.5 y 3.0 por ciento en julio a 1.6 y 2.1 por ciento en septiembre, respectivamente. Para la zona del euro se redujeron de 2.0 y 1.6 por ciento a 1.7 y 1.0 por ciento, respectivamente (Gráfica 5).

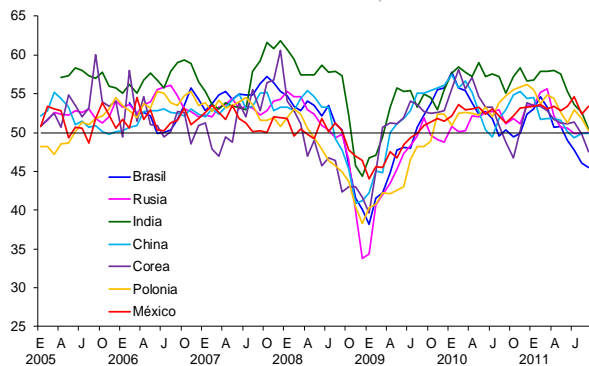
Gráfica 5
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB en 2011 y 2012
 En por ciento



Nota: Las líneas continuas corresponden a 2011 y las punteadas a 2012.
 Fuente: Consensus Forecast.

Las economías emergentes continuaron expandiéndose. No obstante, el ritmo de crecimiento de su producción se moderó y los indicadores prospectivos, como el Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero, registraron caídas importantes (Gráfica 6). Así, se anticipa una moderación del crecimiento de estas economías, a medida que la desaceleración en las economías avanzadas afecte sus exportaciones.

Gráfica 6
Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero de Economías Emergentes Seleccionadas
 Índice de difusión, a.e.

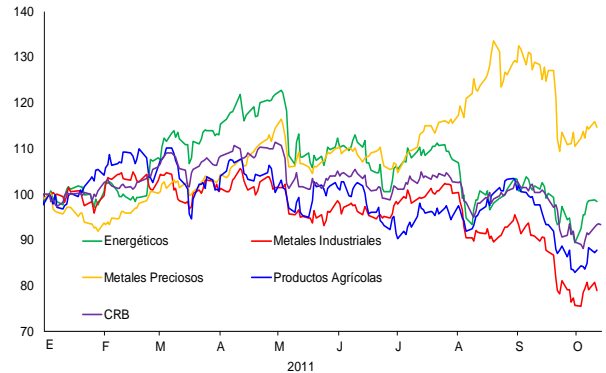


a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Markit.

Ante la perspectiva de un menor dinamismo en la actividad económica mundial, los precios de las materias primas presentaron importantes disminuciones, resaltando la caída en los costos de metales de uso industrial (Gráfica 7). Lo anterior ha

contribuido a que disminuyan las presiones de inflación a nivel mundial.

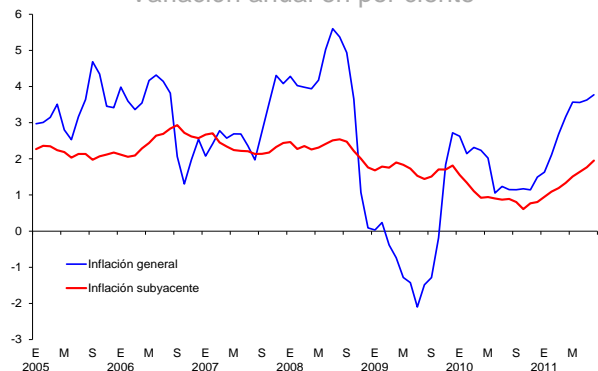
Gráfica 7
Materias Primas: Índices de Precios por Sector
 Índice 31-dic-10 =100



Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, las presiones inflacionarias han empezado a moderarse dado que los precios del petróleo y otros productos primarios se han estabilizado o han disminuido desde los niveles que alcanzaron a principios de año (Gráfica 8). Además, las expectativas de inflación de largo plazo de las encuestas de consumidores han permanecido estables, mientras que las implícitas en instrumentos financieros han disminuido. Por su parte, la inflación subyacente ha registrado un incremento en los últimos meses, de los bajos niveles que registró en 2010, debido en parte a factores temporales (como el impacto de los precios de la energía en la renta de la vivienda) que se espera se disipen el próximo año.

Gráfica 8
EUA: Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

En la zona del euro, la inflación general aumentó de 2.5 por ciento en agosto a 3.0 en septiembre, su mayor nivel en tres años. En el aumento influyeron

precios de los combustibles mayores a lo anticipado, un aumento del IVA en Italia, así como la disipación de los efectos derivados de cambios a la metodología de cómputo del Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Zona del Euro.¹ Sin embargo, es probable que la inflación en la región tienda a disminuir en los próximos meses ante el abatimiento de los precios de los productos primarios y las menores presiones de demanda. Por su parte, la inflación subyacente anual de agosto se mantuvo en 1.2 por ciento, mismo nivel que el mes anterior.

En un contexto de desaceleración en la actividad económica y la previsión de menores presiones inflacionarias en el mediano plazo, varias economías avanzadas han implementado medidas adicionales de relajamiento monetario. Así, se espera que las condiciones de lasititud continúen hacia adelante.

El Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal señaló en su comunicado del 21 de septiembre de 2011 que el crecimiento de la economía continúa siendo débil, si bien espera cierto repunte en el ritmo de recuperación en los próximos trimestres. También indicó que hay riesgos significativos a la baja en las perspectivas económicas, incluyendo las derivadas de la inestabilidad exacerbada en los mercados financieros internacionales. Con respecto a la inflación, el Comité mencionó que ésta parece haberse moderado desde principios de año a medida que los precios de la energía y de algunos productos primarios han disminuido de sus máximos recientes, en tanto que las expectativas de inflación han permanecido estables. Bajo esas consideraciones, mantuvo el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 por ciento y reiteró que las condiciones económicas ameritarían mantener la tasa de fondos federales en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta mediados de 2013. Adicionalmente, como se explica en la siguiente sección, con el objeto de apoyar la recuperación económica, el Comité anunció que extendería el plazo promedio de sus tenencias de valores.

¹ En enero de 2011, la Comisión Europea estableció lineamientos metodológicos para el tratamiento de los precios de bienes de temporada. Estos se refieren a productos que están disponibles para compra sólo en algunos periodos del año. Antes de la implementación de los nuevos lineamientos, se suponía que el precio de dichos productos permanecía sin cambio desde su última cotización, hasta que se contaba con una nueva cotización. Con la nueva metodología, el precio que no está disponible se estima, con base en el precio de un producto similar disponible.

El BCE mantuvo su tasa de interés de política sin cambio en octubre, y en su comunicado reiteró que la inflación continúa elevada y que es posible que permanezca por encima de 2 por ciento en los siguientes meses, antes de disminuir el próximo año. No obstante, señaló que la incertidumbre en los mercados financieros y sus efectos negativos sobre las condiciones financieras probablemente reducirán el ritmo de crecimiento de la zona del euro en el segundo semestre del año. Además, señaló que el panorama económico sigue estando sujeto a pronunciados riesgos a la baja. Adicionalmente, como se detalla en la siguiente sección, el BCE también anunció que llevará a cabo en los próximos meses operaciones de refinanciamiento de largo plazo y que implementará un nuevo programa de compra de bonos garantizados por activos. Por su parte el Banco de Inglaterra, ante la debilidad de la zona del euro, mantuvo su tasa de interés de referencia sin cambio y decidió incrementar el monto de su programa de compra de activos gubernamentales en 75 mil millones de libras.

En diversas economías emergentes, los niveles de la inflación también parecen estar alcanzando sus niveles máximos y algunas de éstas ya han presentado reducciones. Así, la inflación anual al consumidor en India pasó de 9.2 por ciento en julio a 9.8 por ciento en agosto. En Brasil, la inflación subió una décima de punto porcentual en septiembre con respecto del 7.2 por ciento de agosto. En China, la inflación disminuyó de 6.5 a 6.2 por ciento de julio a agosto. El debilitamiento de la economía mundial, la moderación en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes, así como la baja que se ha observado en las cotizaciones internacionales de las materias primas, han contribuido a que se anticipe una menor inflación para estas economías en el mediano plazo. Lo anterior a pesar de la volatilidad observada en los tipos de cambio.

En el contexto descrito, la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes decidió realizar una pausa en su proceso de retiro del estímulo monetario ante las preocupaciones sobre la situación económica mundial e incluso algunos redujeron sus tasas de interés de referencia.

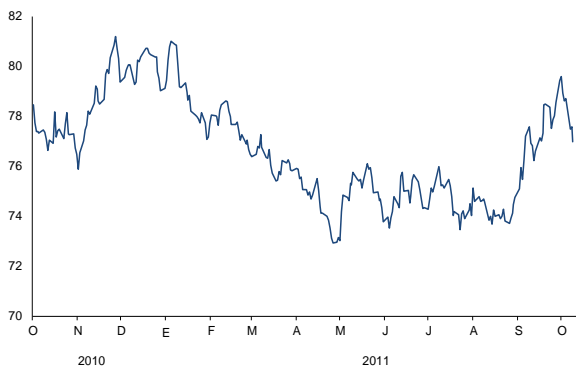
2.2. Evolución financiera reciente

En las semanas que han transcurrido desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros presentaron un comportamiento volátil y una mayor incertidumbre por parte de los

inversionistas. Lo anterior fue consecuencia, como se señaló, del pesimismo respecto a la situación fiscal de los principales países europeos, de la incapacidad para resolver la crisis de deuda pública en Europa, y de las mayores preocupaciones en relación al debilitamiento de la actividad económica mundial. Adicionalmente, se cuestionó la salud del sector financiero europeo y el impacto que esto pudiera tener sobre el otorgamiento de crédito en la región.

De tal forma, continuó observándose una importante liquidación de posiciones en diversos activos financieros al canalizarse mayores recursos a activos considerados como refugio de valor. Esto causó una importante depreciación de la mayoría de las divisas frente al dólar (Gráfica 9) y la fuerte caída de los índices accionarios, algunos de los cuales acumularon pérdidas de hasta 25% durante el tercer trimestre del año.

Gráfica 9
Índice del Dólar ^{1/}
Unidades



1/ El índice del dólar es el promedio ponderado del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base = 100. Incrementos en el índice representan una apreciación del dólar y disminuciones en el índice representan una depreciación.
Fuente: Bloomberg.

El sector financiero fue nuevamente uno de los que resultaron más afectados por esta mayor incertidumbre y aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Al respecto, el mercado reflejó gran preocupación por las pérdidas potenciales en las que las instituciones financieras de algunos países avanzados pudieran incurrir producto de un deterioro en la calidad crediticia de su cartera de crédito, así como por mayores minusvalías en sus tenencias de bonos soberanos europeos (Gráfica 10). Adicionalmente, se acentuó la percepción de un mayor riesgo de crédito de los bancos europeos, lo que ocasionó un importante incremento en sus costos de financiamiento de corto y mediano plazo.

En este sentido, destacó que diversos inversionistas, principalmente los fondos de mercado de dinero estadounidenses, disminuyeron de manera significativa su exposición a los bancos europeos. Por su parte, las colocaciones de deuda del sector financiero en Europa en el tercer trimestre se redujeron drásticamente y los rendimientos de las pocas emisiones que se llegaron a colocar se incrementaron de forma importante.

Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano de los países miembros de la eurozona ("Credit Default Swaps" (CDS por sus siglas en inglés) se incrementaron en las últimas semanas debido al alza en la probabilidad de incumplimiento de pago de Grecia y por el riesgo de contagio a otras economías de la región. Estas dudas se acentuaron por las dificultades del país para cumplir con las metas fiscales establecidas en el segundo paquete de rescate por continuar recibiendo el apoyo financiero por parte de las autoridades europeas y del Fondo Monetario Internacional (FMI). En este contexto, a pesar de la aprobación de mayores medidas de austeridad fiscal en varias economías de la región, algunas de las principales agencias calificadoras redujeron en las últimas semanas la calificación crediticia de largo plazo de Italia y de España.

Gráfica 10
Diferencial entre el Rendimiento de los Bonos de Instituciones Financieras Europeas y Bonos Soberanos de Alemania ^{1/}
Puntos Base



1/ Muestra del rendimiento de las emisiones de 100 bancos respecto a los bonos de referencia emitidos por el gobierno alemán.
Fuente: Bloomberg.

Como se señaló, los precios de las materias primas en los mercados internacionales reanudaron su tendencia descendente observada desde mediados del segundo trimestre, debido a las expectativas de una menor demanda global y, en ciertos casos, a

una mejoría en las condiciones de oferta. Cabe mencionar que en este entorno de mayor incertidumbre, el oro no fungió como activo de refugio como en ocasiones anteriores y su precio cayó al igual que el del resto de las mercancías.

La mayor incertidumbre por parte de los inversionistas también se reflejó en un incremento en la demanda de instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo de crédito, lo que contribuyó a que las tasas de interés de algunas de las principales economías avanzadas, como Estados Unidos, Alemania, Reino Unido y Canadá, disminuyeran hasta alcanzar sus niveles más bajos en los últimos años (Gráfica 11). El debilitamiento de la actividad económica y la perspectiva de una menor inflación en el mediano plazo influyeron también a dicho movimiento.

Como se señaló, en respuesta al deterioro de los mercados financieros y a la expectativa de un crecimiento económico débil, la Reserva Federal anunció nuevas medidas de estímulo monetario para lo cual realizará compras, hasta finales de junio de 2012, por 400 mil millones de dólares de bonos del Tesoro con plazos de 6 a 30 años, y ventas por el mismo monto con plazos de 3 años o menos. Asimismo, anunció la compra de bonos respaldados por hipotecas (MBS) emitidos por agencias tales como Freddie Mac y Fannie Mae. Cabe destacar que las compras de MBS serán únicamente para refinanciar tanto los vencimientos de MBS como los vencimientos de los papeles emitidos por las mencionadas agencias que la Reserva Federal mantiene en su balance.

Gráfica 11
Rendimiento de las Notas
Gubernamentales de 10 Años
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, como se señaló, el Banco Central Europeo anunció que llevará a cabo operaciones de

provisión de liquidez por montos ilimitados a plazo de alrededor de un año para aliviar las presiones de financiamiento de la banca europea y reactivó su programa de compra de bonos respaldados por activos ("covered bonds"). En particular el BCE decidió llevar a cabo dos operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTROs por sus siglas en inglés) con un período de vencimiento de 12 meses en octubre y de 13 meses en diciembre. Además, el BCE indicó que llevará a cabo seis operaciones de refinanciamiento a tres meses durante el primer semestre de 2012 bajo el procedimiento de subasta a tasa fija con adjudicación plena. En lo que corresponde al nuevo programa de compra de bonos respaldados por activos, el BCE determinó que éste sea por un monto de 40 mil millones de euros, iniciando en noviembre y esperando concluir en octubre de 2012.

Cabe señalar que durante los últimos días se ha observado un comportamiento más favorable en los mercados financieros. Por una parte, los indicadores económicos más recientes publicados en Estados Unidos han sido favorables. Por otra parte, la expectativa de que las autoridades europeas logren acuerdos para recapitalizar a los bancos de la región y para incrementar el tamaño y alcance del Fondo de Estabilidad de la Unión Europea (EFSF, por sus siglas en inglés), también han contribuido a este mejor desempeño. Así, los índices accionarios, las divisas y los precios de materias primas han recuperado parcialmente las pérdidas observadas en las semanas previas. No obstante, la incertidumbre respecto de las expectativas de crecimiento económico global y sobre la capacidad de las autoridades europeas para lograr instrumentar una estrategia concreta y creíble para salvaguardar la estabilidad de la región, sigue siendo alta. Lo anterior sugiere que la volatilidad de los mercados podría permanecer en niveles elevados y que éstos aún son susceptibles a nuevos episodios de elevada incertidumbre por parte de los inversionistas.

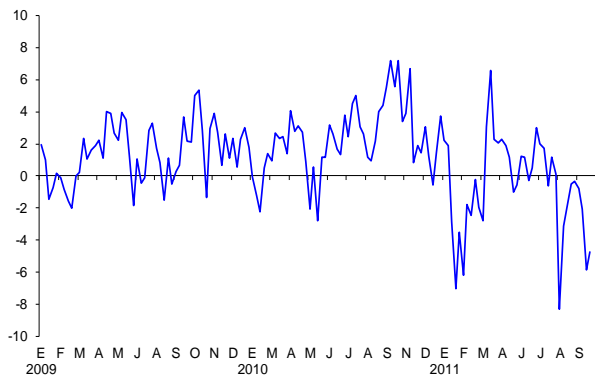
2.2.1 Mercados emergentes

Los crecientes riesgos sobre la estabilidad económica mundial han incrementado la probabilidad de que las economías emergentes padezcan los efectos de choques externos que debiliten su crecimiento y generen salidas de capitales. De hecho, los flujos de fondos dedicados a las economías emergentes cayeron abruptamente en las últimas semanas (Gráfica 12).

La mayor incertidumbre por parte de los inversionistas observada en los mercados desarrollados se extendió hacia los activos financieros de los países emergentes, provocando que sus divisas se depreciaran frente al dólar y que sus índices accionarios también presentaran pérdidas importantes. La magnitud de los ajustes incluso llevó a que varios países intervinieran en los mercados cambiarios para contener la depreciación de sus divisas.

Gráfica 12
Flujo de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y acciones)

Miles de millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

2.2.2 Mercados en México

Dado el entorno externo de volatilidad financiera, el peso se depreció considerablemente desde la última reunión de política monetaria (Gráfica 13). Dicha depreciación fue similar a la observada en países emergentes tales como Corea, Sudáfrica, Brasil y Chile, entre otros. La evolución de esta variable se caracterizó por registrar rangos de operación muy amplios, provocando que su volatilidad se incrementara. No obstante, cabe mencionar que el incremento en estos indicadores de volatilidad fue mucho menor al registrado a finales de 2008 y principios de 2009. Adicionalmente, destacó que el volumen de operación se mantuvo elevado e incluso alcanzó niveles históricamente altos en los días en los que el peso presentó una mayor depreciación. Sin embargo, la profundidad del mercado de cambios se vio afectada en algunos momentos durante el periodo, lo que se reflejó en mayores diferenciales de compra venta.

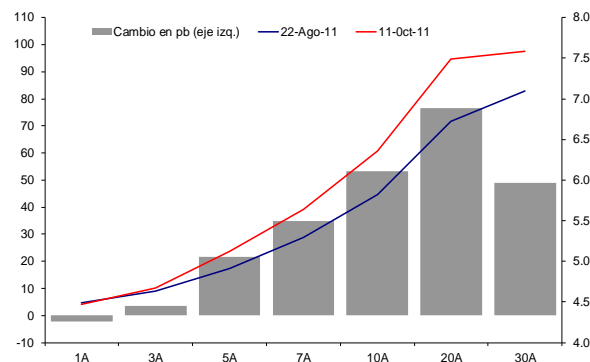
Gráfica 13
Tipo de Cambio
Pesos por Dólar



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

En el mercado de dinero, la mayor incertidumbre por parte de los inversionistas también provocó un importante incremento en las tasas de interés de los valores gubernamentales de mediano y largo plazo (Gráfica 14). Sin embargo, esta alza en las tasas de interés no generó una liquidación de posiciones en estos valores por parte de los principales inversionistas. En este sentido, las tenencias de bonos de largo plazo tanto de inversionistas extranjeros como de Siefores se mantuvieron prácticamente sin cambio y en niveles cercanos a sus máximos históricos.

Gráfica 14
Curva de Rendimientos
Puntos base, Por ciento



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

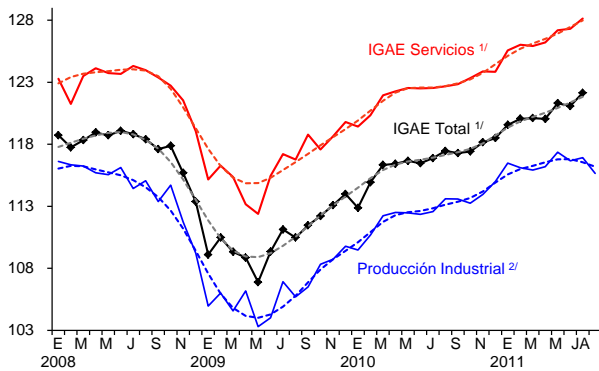
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Los indicadores más recientes de la actividad productiva sugieren que ésta continúa presentando una tendencia positiva, si bien algunos de ellos

indican una desaceleración en el ritmo de crecimiento. En efecto, en julio el IGAE mostró un incremento mensual desestacionalizado de 0.88 por ciento (disminución de 0.19 por ciento el mes anterior; Gráfica 15). Sin embargo, los indicadores oportunos muestran que en agosto la producción industrial registró una reducción mensual desestacionalizada de 1.1 por ciento, reflejo, en buena medida, de una disminución de 1.5 por ciento en la producción manufacturera. Cabe mencionar que este último resultado se derivó, principalmente, de una contracción mensual en el sector de equipo de transporte. No obstante, es notorio que el resto de las manufacturas también ha venido mostrando una gradual desaceleración en los últimos meses (Gráfica 16).

Gráfica 15
Indicadores de la Actividad Económica
Índice 2003 = 100, a. e. y de tendencia



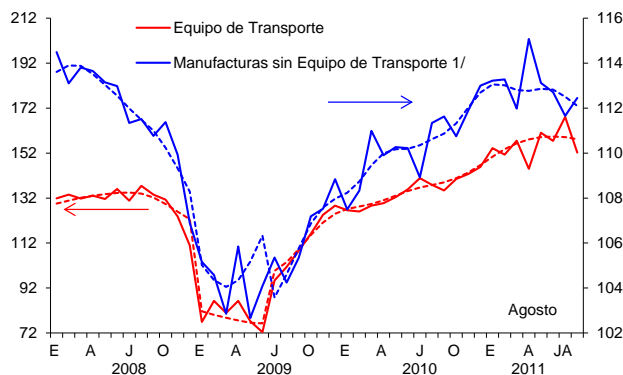
a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

1/ Información a julio de 2011.

2/ Información a agosto de 2011.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 16
Actividad Manufacturera
Índice 2003 = 100, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

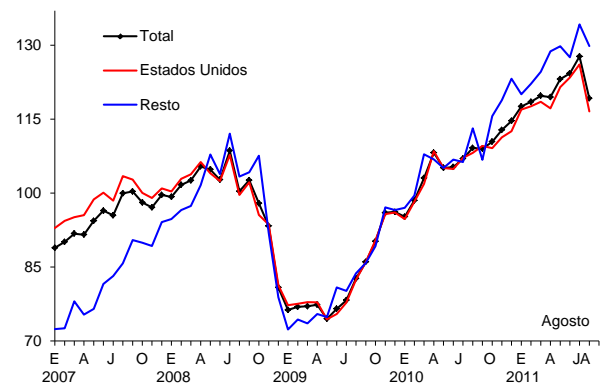
1/ Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.

Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, SCNM, INEGI

comercio exterior parecería estar empezando a reflejar un efecto derivado de la desaceleración de los niveles de actividad global y, en particular, de Estados Unidos. Así lo sugiere el comportamiento que en el margen han mostrado tanto las exportaciones de productos manufacturados canalizadas a Estados Unidos y al resto del mundo, como las importaciones de productos no petroleros (Gráfica 17 y Gráfica 18).

En lo que corresponde al gasto interno, algunos de sus componentes también parecen estar mostrando una desaceleración. Lo anterior se puede observar en la evolución registrada por las ventas internas al mayoreo (Gráfica 19) y en algunos componentes del gasto de inversión.

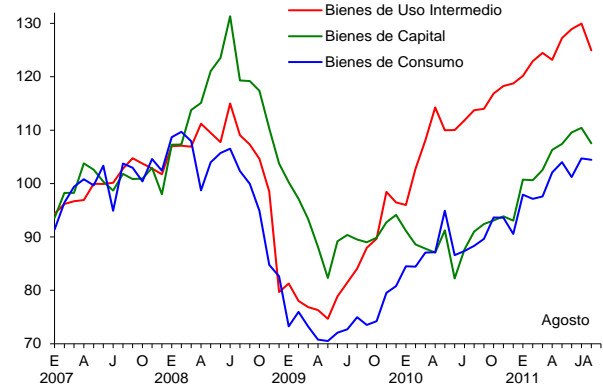
Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras
Índice 2008 = 100, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 18
Importaciones No Petroleras por Tipo de Bien
Índice 2007 = 100, a. e.

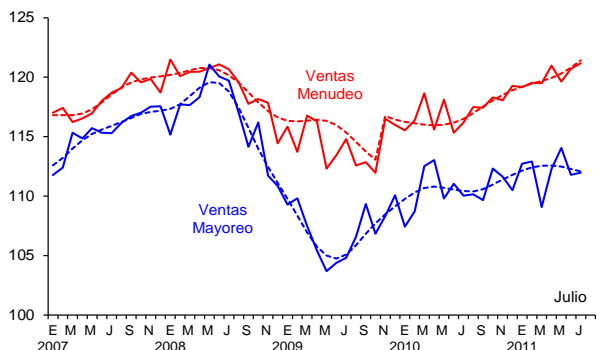


a. e. Cifras ajustadas estacionalmente

Fuente: Banco de México.

De manera congruente con lo anterior, la evolución reciente de la mayoría de los indicadores de

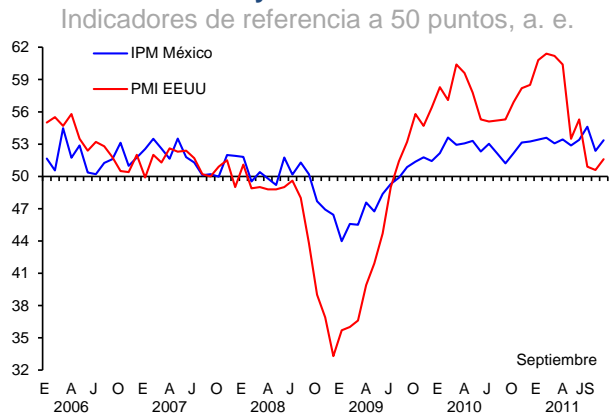
Gráfica 19
Ventas en Establecimientos Comerciales
 Índice 2003 = 100, a. e. y de tendencia



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

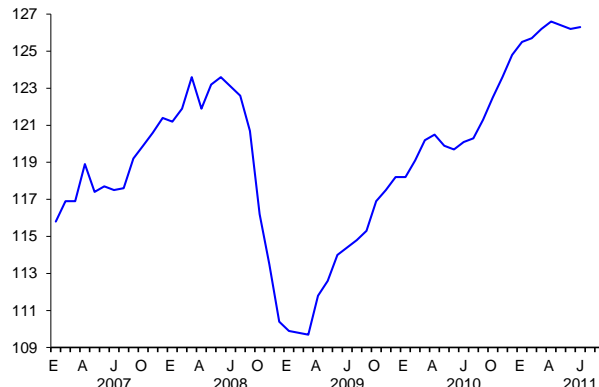
Por su parte, diversos indicadores de opinión, así como de tipo prospectivo, muestran de manera relativamente más generalizada la perspectiva de que el crecimiento de la actividad económica se podría desacelerar en los próximos meses. En efecto, la evolución reciente de los indicadores de pedidos manufactureros de México y de Estados Unidos sugiere una moderación en el ritmo de crecimiento de estos sectores (Gráfica 20). Por su parte, el comportamiento reciente del indicador adelantado elaborado para la economía mexicana apunta a una posible moderación en el ritmo de expansión de la actividad económica en los próximos meses (Gráfica 21).

Gráfica 20
Indicadores de Pedidos Manufactureros de México y Estados Unidos
 Indicadores de referencia a 50 puntos, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.
 Fuente: EMOE de INEGI e Institute for Supply Management.

Gráfica 21
Indicador Adelantado de México
 Índices 2003=100, a. e.



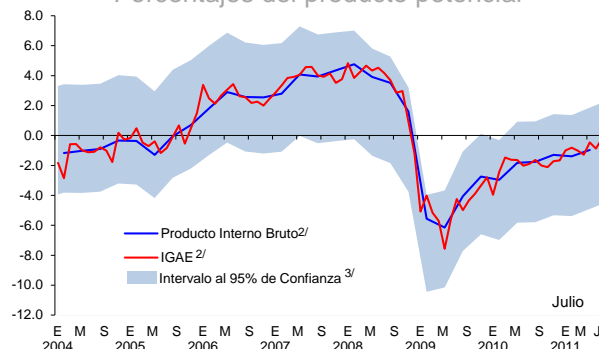
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.
 Fuente: INEGI.

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 julio pasado indican que la brecha del producto se ha venido cerrando a un ritmo menor al previsto y que permanece en terreno negativo, si bien su nivel se mantiene cercano al cero (Gráfica 22). Esto sugeriría que los niveles en los que ha estado operando la economía no han generado presiones sobre los precios.

Gráfica 22
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 julio de 2011.

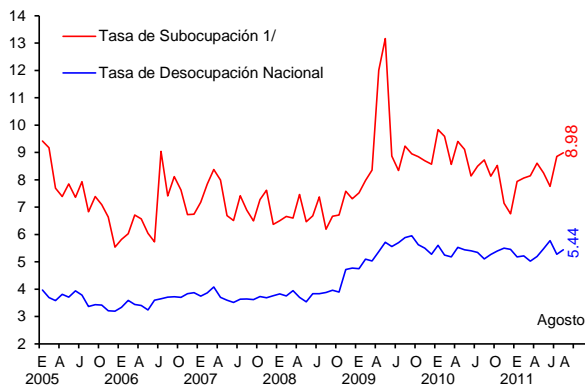
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 Fuente: INEGI y Banco de México.

En congruencia con lo anterior, varios indicadores sugieren la persistencia de condiciones de holgura en los mercados de insumos. En particular, en el mercado laboral, si bien el empleo formal continúa

registrando una trayectoria positiva, las tasas de desempleo y de subocupación permanecen en niveles relativamente elevados (Gráfica 23). De hecho, en agosto pasado ambos indicadores registraron aumentos mensuales. Asimismo, los empresarios manufactureros han señalado que continúan sin enfrentar problemas de escasez de mano de obra calificada (Gráfica 24). Lo anterior ha contribuido a que no se hayan generado presiones sobre los precios derivadas de los costos laborales unitarios. En efecto, estos últimos han continuado mostrando una tendencia a la baja.

Por otro lado, después haber mostrado una recuperación durante 2010, el porcentaje de utilización de la capacidad instalada de la industria manufacturera presentó una disminución hacia finales del primer semestre de 2011. Esto en un contexto en el que no se habían alcanzado los niveles de utilización observados antes de la crisis global (Gráfica 25).

Gráfica 23
Tasas de Subocupación y de Desocupación
Por ciento, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente
1/ De acuerdo con la información disponible, la tasa de subocupación no presenta un patrón estacional definido, por lo que no se realizaron ajustes por estacionalidad a esta variable.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

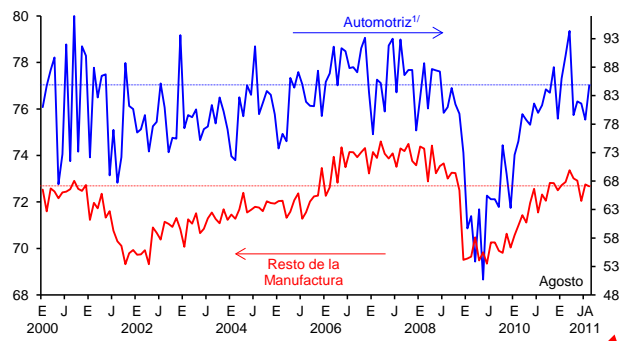
Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado con su gradual restablecimiento iniciado a mediados de 2010. En este sentido, la expansión de la demanda de capital no ha presentado dificultades para financiarse en el mercado de fondos prestables. Sin embargo, en contraste con otras economías emergentes, este financiamiento ha mantenido un ritmo de crecimiento relativamente reducido. De esta forma, la dinámica del financiamiento no ha significado un problema de sobrecalentamiento de la economía ni ha generado presiones sobre las tasas de interés.

Gráfica 24
Indicador de Holgura en el Mercado Laboral
Promedio móvil de tres meses de los balances de respuestas,^{1/}



1/ Para los últimos tres datos se utiliza la cifra mensual.
Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero del Banco de México.

Gráfica 25
Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero
Por ciento, a. e.

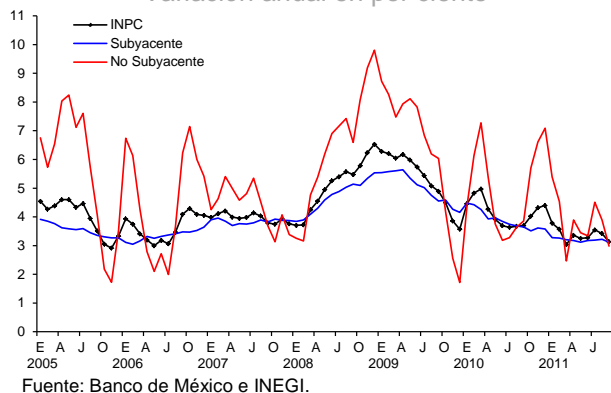


a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.
1/ Comprende a las empresas ensambladoras de vehículos. Con los datos disponibles a la fecha, este componente no presenta un patrón de estacionalidad definido.
Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero del Banco de México.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

En septiembre de 2011 la inflación general anual fue 3.14 por ciento (en agosto fue 3.42 por ciento, Gráfica 26 y Cuadro 1). Asimismo, la inflación subyacente anual, se ubicó en 3.12 por ciento (en agosto 3.22 por ciento). Así, al igual que ocurrió en todos los meses previos de 2011, ambos indicadores se siguieron manteniendo dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta de inflación de 3 por ciento.

Gráfica 26
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



La reducción que exhibió la inflación subyacente anual fue impulsada por el menor ritmo de aumento tanto de los precios de los servicios como de los correspondientes a las mercancías distintas a los alimentos.

El subíndice subyacente de los servicios es el rubro del INPC que refleja mejor los factores domésticos que inciden sobre la inflación. Al respecto, la variación anual del referido subíndice alcanzó un nivel mínimo histórico en septiembre de 2011 al situarse en 2.03 por ciento (Cuadro 1).

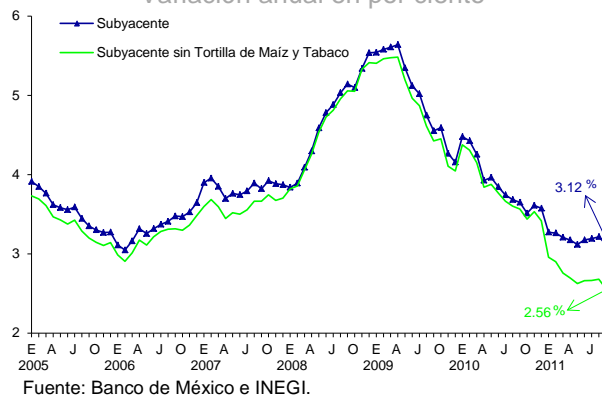
Por otra parte, el subíndice subyacente de las mercancías distintas a los alimentos es el grupo del INPC más sensible a los movimientos del tipo de cambio. Al respecto, es pertinente señalar que la variación anual de este indicador mantuvo una trayectoria descendente, alcanzando en septiembre un nivel de 2.17 por ciento.

El principal elemento que ha impedido hasta ahora una reducción todavía más acentuada del indicador subyacente de la inflación ha sido el alza en los precios de algunos alimentos procesados y del tabaco. En dicho grupo destacan por su impacto en la inflación los aumentos que se registraron en las cotizaciones de la tortilla de maíz y de los cigarros. De esta manera, en septiembre de 2011 el cálculo de la inflación subyacente anual excluyendo los dos genéricos citados es de 2.56 por ciento (Gráfica 27).

Por otra parte, la baja que exhibió la inflación general anual entre agosto y septiembre de 2011 también fue producto de una menor contribución del componente no subyacente del INPC, el cual registró en septiembre una variación anual de 2.98 por ciento (Cuadro 1). Este resultado fue causado

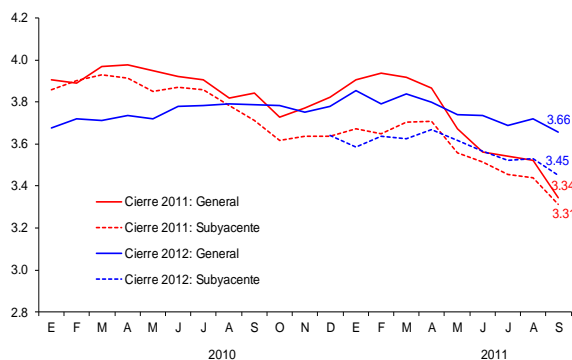
primordialmente por la contracción en la tasa de crecimiento anual de los precios del grupo de las frutas y verduras. Sin embargo, es pertinente señalar que las tasas de crecimiento anual del resto de los grupos que conforman al subíndice de precios no subyacente también disminuyeron en el periodo referido.

Gráfica 27
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



En congruencia con la tendencia a la baja de la inflación y al hecho de que en la mayoría de los meses de 2011 se han registrado menores niveles de inflación respecto de aquellos esperados por los analistas económicos, durante los últimos meses las expectativas de inflación de éstos para los horizontes de corto plazo han continuado registrando disminuciones, mientras que las correspondientes a horizontes de mayor plazo se han mantenido estables. Así, de acuerdo a la encuesta realizada por Banco de México (Gráfica 28), el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2011 se ubicó en 3.31 por ciento en la encuesta de septiembre, luego del 3.54 por ciento registrado en julio. Por su parte, la media de las expectativas del componente subyacente disminuyó de 3.45 a 3.31 por ciento en el periodo referido. La expectativa implícita para el componente no subyacente para este horizonte también disminuyó y se ubicó en 3.44 por ciento en septiembre después del 3.83 en la encuesta de julio. Para el año 2012, la media de las expectativas de inflación general en la encuesta de septiembre fue de 3.66 por ciento, inferior al 3.69 por ciento de la encuesta de julio. Asimismo, el promedio de la expectativa de inflación subyacente para dicho año se redujo de 3.52 a 3.45 por ciento en igual periodo, mientras que la media de la expectativa implícita para la inflación no subyacente pasó de 4.24 a 4.34 por ciento.

Gráfica 28
Expectativas de Inflación General y Subyacente
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

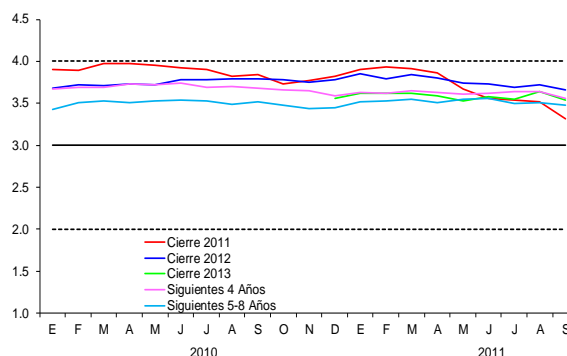
Como se mencionó, las expectativas para mayores horizontes se han mantenido estables. Las correspondientes al cierre de 2013 se han mantenido alrededor de 3.55 por ciento. El promedio de las expectativas para los siguientes 4 años permaneció alrededor de 3.6 por ciento, y el promedio correspondiente al periodo de 5 a 8 años se mantuvo cerca de 3.5 por ciento. Así, 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 29).

Es importante señalar que a pesar de la importante depreciación del peso frente al dólar que se registró en las últimas semanas, la inflación y sus expectativas no se han visto afectadas. Esto es congruente con la previsión de los analistas económicos del sector privado respecto a que el tipo de cambio revertirá parte de la depreciación que recientemente registró, como lo indica el promedio de sus expectativas para dicha variable al cierre de 2011 y de 2012, y con la evidencia estadística del bajo traspaso de los cambios en el tipo de cambio sobre la inflación en los últimos años.

Tomando en consideración lo anterior, el pronóstico sobre la inflación para el último trimestre de 2011 así como para todo 2012, registra únicamente cambios menores respecto al que se presentó en el anterior Informe sobre la

Inflación. Por tanto, se anticipa que en el horizonte de pronóstico lo más probable es que la inflación general anual se sitúe entre 3 y 4 por ciento. En el caso de la inflación subyacente anual se anticipa que ésta se mantenga en niveles entre 3.0 y 3.5 por ciento en lo que resta de 2011, y que el próximo año registre niveles menores al desvanecerse las perturbaciones que incidieron en éste en las cotizaciones del cigarro y la tortilla, fluctuando esta variable alrededor de 3 por ciento.

Gráfica 29
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

La trayectoria prevista sobre la inflación enfrenta diversos riesgos que podrían afectarla. Entre los riesgos a la baja, se han acentuado los que se relacionan con un menor crecimiento económico y una mayor holgura en el mercado laboral. Además, se introduce como un riesgo que debe resaltarse el que los precios internacionales de las materias primas sean más bajos que lo anticipado. Por otra parte, el principal riesgo al alza es que se incremente la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y que ello dé lugar a una evolución desfavorable del tipo de cambio. Finalmente, como ya se ha comentado en diversas ocasiones, la volatilidad de los precios del grupo de las frutas y verduras es un riesgo latente que siempre puede inducir desviaciones de corto plazo en la trayectoria de la inflación.

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

Concepto	Diciembre 2010	Agosto 2011	Septiembre 2011
INPC	4.40	3.42	3.14
Subyacente	3.58	3.22	3.12
Mercancías	3.82	4.39	4.42
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	7.16	7.32
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.25	2.17
Servicios	3.36	2.24	2.03
Vivienda	2.64	2.02	2.03
Educación (Colegiaturas)	4.64	4.85	4.14
Otros Servicios	3.58	1.57	1.47
No Subyacente	7.09	3.90	2.98
Agropecuarios	6.96	4.37	2.09
Frutas y Verduras	14.00	3.25	-2.17
Pecuarios	2.46	5.32	5.16
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.16	3.58	3.50
Energéticos	6.44	4.43	4.32
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	2.67	2.61

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 coincidieron en que el debilitamiento de la actividad económica global se ha acentuado y que los mercados financieros se han caracterizado por una alta volatilidad. Señalaron, además, que estas condiciones adversas se retroalimentan. Por su parte, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que se ha deteriorado el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana y que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado ligeramente, mientras que el resto mantuvo la posición opuesta respecto al balance de riesgos de la inflación.

Por lo que se refiere al entorno económico mundial, todos los miembros de la Junta coincidieron en que el debilitamiento de la actividad económica global se ha acentuado y que, en consecuencia, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la

baja. En este contexto, algunos miembros de la Junta destacaron los problemas de sostenibilidad fiscal en Europa, Estados Unidos y otras economías avanzadas, así como la atonía general de la actividad productiva en Estados Unidos, como factores relevantes que han conducido a un deterioro que perciben ha presentado el balance de riesgos en cuanto al crecimiento mundial. Un miembro agregó que, además de lo anterior, existe la posibilidad de que el crédito a nivel mundial sufra una fuerte astringencia, lo cual podría afectar aún más el crecimiento global. Otro miembro mencionó que el mayor pesimismo ha ocurrido a pesar de la postura monetaria extraordinariamente laxa que ha prevalecido por varios años en las economías avanzadas, cuyo efecto positivo real no es claro.

En cuanto a la economía de Estados Unidos en particular, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que persiste su desaceleración y el deterioro en las expectativas de crecimiento, si bien algunos indicadores recientes han mostrado resultados mejores a lo previsto, entre ellos el PMI manufacturero y el Índice No Manufacturero (NMI, por sus siglas en inglés), la producción industrial y el último reporte de empleo. En este sentido, un miembro de la Junta indicó que a pesar de la corrección a la baja de los pronósticos de los analistas, se espera un mayor crecimiento de Estados Unidos en 2012 que en 2011. No obstante lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta

enfaticó que persisten importantes riesgos sobre la economía estadounidense, dentro de los que se mencionaron el debilitamiento en el mercado laboral, los problemas hipotecarios y de sobreendeudamiento de los hogares y la persistencia de bajos niveles de confianza, todo esto conducente a un posible debilitamiento del consumo privado. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta consideraron que las condiciones fiscales se mantienen complicadas y un miembro argumentó que la consolidación fiscal requerida restringe considerablemente las posibilidades de usar la política fiscal para impulsar el crecimiento en ese país.

En cuanto a la situación prevaleciente en Europa, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que la crisis de deuda soberana y sus consecuencias sobre el sistema financiero, así como la urgencia de consolidar sus finanzas públicas, han repercutido sobre las expectativas de crecimiento de la zona. Algunos miembros de la Junta consideraron que este deterioro y la falta de acciones creíbles, suficientes y satisfactorias han sido causales relevantes de la turbulencia financiera internacional que se vive en la actualidad. La mayoría de los miembros de la Junta agregó que dicha turbulencia se ha manifestado en aumentos de la volatilidad de los tipos de cambio, depreciación de la mayoría de las monedas respecto del dólar, caídas generalizadas de las bolsas de valores y aumentos de las tasas de interés y de las primas de riesgo. Un miembro de la Junta señaló que la inestabilidad también refleja el escepticismo de los mercados respecto a que los países tengan los recursos financieros y el capital político para solventar la situación. Otro miembro de la Junta agregó que una mala resolución de los problemas en Europa podría ser la diferencia entre que Estados Unidos caiga en una situación de recesión o no.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que la turbulencia en el sistema financiero internacional se ha exacerbado debido al aumento en la probabilidad de que se observe un evento de cola, es decir un evento que normalmente tendría asignada una baja probabilidad pero cuyos efectos podrían ser catastróficos. En este sentido, un miembro de la Junta arguyó que, dada la gravedad del asunto, es de esperarse que las autoridades de Estados Unidos y de Europa tomen las medidas necesarias para eliminar los peores escenarios, aunque persisten elevados problemas políticos para descartar este riesgo. Este miembro de la Junta mencionó que, si bien sería deseable una solución

completa, no es necesario que se solventen todos los problemas fiscales y de crecimiento en Europa y en Estados Unidos para que se restablezca la estabilidad en los mercados. Mencionó que lo crucial es que las autoridades de los países avanzados den prioridad a anclar las expectativas y a eliminar la probabilidad de un evento catastrófico. De este modo, se solucionaría el problema de turbulencia financiera y la economía global se ubicaría entonces en una situación de desaceleración, con la cual los mercados saben lidiar de manera ordenada. Así, apuntó que si se logran compromisos creíbles y se estabilizan las expectativas, si bien no existirá equilibrio fiscal y pleno empleo inmediato, sí se observaría un ajuste más ordenado con el cual la economía global podrá vivir. Un miembro de la Junta señaló que los problemas financieros y fiscales en Europa son muy amplios y que un posible contagio pudiera tener una dimensión inimaginable. Además, afirmó que las autoridades han intentado constantemente resolver la problemática sin observarse resultados satisfactorios. Por su parte, otro miembro de la Junta argumentó que es posible que la volatilidad continúe elevada aun si el evento de cola no se materializa. En este sentido, un miembro de la Junta señaló que el plan integral de solución a las dificultades de la zona, que se espera se presente a principios de noviembre, podría situarse por debajo de las expectativas de los mercados, lo cual podría generar una nueva ola de inestabilidad financiera y de pesimismo respecto al potencial y las perspectivas de recuperación económica. No obstante, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que en el margen la situación ha mejorado recientemente ante la expectativa de que se resuelvan los problemas de Europa.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que el aumento en la aversión al riesgo, así como la búsqueda de activos financieros considerados más seguros, se han visto reflejados en una importante salida neta de capital de las economías emergentes. En este contexto, un miembro de la Junta arguyó que esto último resultó en una caída de los flujos acumulados de los fondos dedicados a mercados emergentes de renta fija. Asimismo, mencionó que la depreciación cambiaría frente al dólar ha anulado el rendimiento derivado del diferencial de tasas de interés en muchos de los mercados emergentes. Sin embargo, otro miembro añadió que el ajuste en los portafolios no ha sido muy discriminatorio, lo que ha afectado a muchos países emergentes más allá de lo justificable por sus fundamentos. Mencionó que esto se revertiría si las autoridades

de los países avanzados eliminan la posibilidad de un evento de cola.

En lo que respecta a la inflación mundial, la mayoría de los miembros de la Junta apuntó que se espera que la inflación en las economías avanzadas disminuya el próximo año. Según un miembro de la Junta, los bancos centrales fundamentan estas expectativas en la desaceleración de la economía global. Algunos miembros de la Junta destacaron que la baja inflación se debe en parte a una fuerte reducción de los precios de algunas materias primas, en particular del petróleo, maíz, trigo y cobre. Por otra parte, un miembro de la Junta argumentó que existen condiciones para que la inflación de las economías avanzadas se mantenga contenida, debido a que éstas se encuentran en un proceso de ajuste para llegar a un equilibrio de menor crecimiento del gasto. Señaló que, en el futuro, esto no necesariamente indica que no pueda haber incrementos en la productividad que les permita crecer e incrementar su gasto. Sin embargo, en la medida en que actualmente se requiere un ajuste del gasto de los hogares, en un contexto en el que se están agotando los instrumentos de manejo de demanda agregada para contrarrestar esta situación por la vía de estímulos fiscales y monetarios, no serían de esperar presiones de gasto sobre la inflación. Para el caso particular de Estados Unidos, un miembro de la Junta apuntó que la expectativa de inflación es que a finales de este año o inicios del próximo se encuentre nuevamente en el rango de dos por ciento, si bien otro miembro de la Junta señaló que se observa una tendencia al alza en la inflación de Estados Unidos. Un miembro de la Junta apuntó que, al igual que para las economías avanzadas, para las economías emergentes se estima que la inflación disminuya, si bien algunos miembros de la Junta apuntaron que en algunos países avanzados y emergentes subsisten presiones al alza.

En relación con la política monetaria en las economías avanzadas, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, como consecuencia de las expectativas a la baja de la inflación, estos países han adoptado una postura más acomodaticia. Además, un miembro de la Junta señaló que la mayoría de los países emergentes han detenido las posibles alzas de sus tasas de interés de referencia e, incluso, se anticipan bajas en algunos casos. No obstante, otro miembro de la Junta advirtió que, independientemente de estos pronósticos, los bancos centrales deben seguir monitoreando las presiones de inflación, las cuales no

necesariamente están asociadas con las mediciones de holgura ni de dinamismo económico.

En cuanto a la actividad económica en México, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, si bien ésta continúa mostrando una tendencia positiva, algunos indicadores recientes, como lo son la actividad industrial, la producción y las exportaciones manufactureras, sugieren una desaceleración en el ritmo de crecimiento. Algunos miembros de la Junta afirmaron que la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana es consecuencia, en buena medida, de la desaceleración de la economía global, especialmente de la estadounidense, y de la incertidumbre que prevalece en el entorno mundial. Algunos miembros de la Junta, sin embargo, destacaron el crecimiento del empleo formal y de los salarios reales como indicadores que sugieren que el ritmo de crecimiento continúa siendo elevado. No obstante, otro miembro de la Junta mencionó que la tasa de desempleo ha mostrado una gran reticencia a bajar. Adicionalmente, un miembro de la Junta apuntó que no se observa una clara tendencia decreciente en el Índice de Pedidos Manufactureros (IPM) y que el mercado interno sigue mostrando una mejoría, según los datos del IGAE, de las ventas al menudeo y de la inversión fija bruta. Por su parte, la mayoría de los miembros de la Junta apuntó que el crédito ha continuado creciendo. No obstante, un miembro hizo notar que dicha expansión ha estado por debajo de lo esperado.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que se ha deteriorado el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana, lo cual se ha manifestado en una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de los analistas. Al respecto, otro miembro de la Junta afirmó que el deterioro del balance de riesgos para el crecimiento ha sido sólo marginal.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la volatilidad del entorno externo se tradujo en una importante depreciación del peso frente al dólar y en mayor volatilidad en el mercado cambiario. Asimismo, un miembro de la Junta añadió que este entorno también ha propiciado en México una caída de la bolsa, alzas en las tasas de interés de mediano y largo plazo y un empinamiento de la curva de rendimientos. Un miembro de la Junta señaló que, en este contexto, se redujo la tenencia de valores de corto plazo en poder de extranjeros. Añadió que una salida adicional y abrupta de sus tenencias en valores representaría una fuente

notable de inestabilidad. Otro miembro aseveró, no obstante, que no hubo una liquidación neta de la tenencia de extranjeros en bonos mexicanos de largo plazo, lo que es producto de los sólidos fundamentos de la economía mexicana, entre otros, de su manejo macroeconómico. Respecto a esto, algunos miembros de la Junta consideraron importante tener una postura macroeconómica congruente con el escenario mundial y nacional y mantener sólidos los fundamentos internos que brindan confianza a los inversionistas, dentro de los cuales la convergencia al objetivo de inflación juega un papel esencial. Un miembro de la Junta mencionó en este sentido que la política fiscal ha sido prudente, de manera que el presupuesto se ha mantenido cercano al equilibrio y la razón de deuda pública a PIB es de las más reducidas del mundo, y agregó que se espera un déficit relativamente reducido en la cuenta corriente que será holgadamente financiado por el superávit estimado en la cuenta de capital. Asimismo, algunos miembros de la Junta agregaron que, además del ancla fiscal, es necesario mantener un ancla monetaria para hacer frente a los riesgos actuales.

En relación con los eventos recientes de inestabilidad, algunos miembros de la Junta argumentaron que la depreciación que sufrió la paridad es resultado de un sobreajuste del tipo de cambio nominal ante un choque al tipo de cambio real inducido por el entorno internacional, en un contexto en el que los precios de la economía no se ajustan con rapidez. En este sentido, la mayoría de los miembros consideró que parte de la depreciación del tipo de cambio nominal pronto podría revertirse. Otro miembro de la Junta señaló que en el actual entorno de mayor incertidumbre, resulta difícil prever la evolución del tipo de cambio. Adicionalmente, un miembro de la Junta apuntó que, en caso de eliminarse la posibilidad de un evento de cola en los mercados financieros internacionales, el tipo de cambio se anclará de manera congruente con los fundamentos de la economía mexicana. En este contexto, un miembro de la Junta argumentó que se ha observado una reacción de los precios en la economía que es precisamente congruente con una depreciación del tipo de cambio real, ya que la inflación de los servicios ha registrado niveles inferiores a la de bienes comerciables, a la par que la inflación en México ha sido menor a la de Estados Unidos. En este contexto, algunos miembros de la Junta destacaron que la depreciación del tipo de cambio real se ha dado de manera ordenada.

La mayoría de los miembros de la Junta recalcó que hasta el momento no se ha observado un impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación o sobre sus expectativas. Esto refleja tanto la existencia de un bajo traspaso del tipo de cambio nominal a la inflación, mismo que según la evidencia discutida por un miembro de la Junta, de hecho se redujo de manera importante a partir del año 2001, como la expectativa de los analistas económicos del sector privado de que la depreciación del tipo de cambio nominal observada pudiera revertirse pronto. En este contexto, algunos miembros de la Junta subrayaron que la inflación se ha mantenido estable y se ha ubicado dentro del intervalo de variabilidad en torno al objetivo, incluso en niveles inferiores a los anticipados por los analistas.

Tomando en cuenta esta evolución, la mayoría de los miembros de la Junta concluyó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado. Asimismo, un miembro advirtió que la tendencia a la baja de los precios de las materias primas será un elemento adicional que favorecerá al comportamiento de la inflación, si bien otro miembro recordó que existe el riesgo de volatilidad en los precios de ciertos productos primarios, como el maíz. Por su parte, un miembro de la Junta añadió que otros factores que permitirán que la inflación se mantenga baja serán la desaceleración económica, una brecha del producto que tardará más tiempo en volverse positiva y la holgura que prevalece en el mercado laboral. Otro miembro de la Junta señaló que se observa que los precios de los servicios en regiones en las que se ha deteriorado la percepción de inseguridad han aumentado sustancialmente menos que en el resto del país. Adicionalmente, un miembro de la Junta consideró que será favorable para la inflación el hecho de que no se esperan sorpresas ni tributarias, ni en precios y tarifas administradas, dado el paquete económico propuesto por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. En particular, mencionó que, como parece ser el caso, se va a mantener el desliz nominal de las gasolinas, por lo que en términos porcentuales éste va a ser menor y, por lo tanto, implicará menor presión sobre la inflación. Un miembro de la Junta señaló que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado, dado que un riesgo en este sentido es que el subsidio energético se vuelva insostenible en un escenario de depreciación del tipo de cambio. Argumentó que la favorable evolución de la inflación en parte ha estado sustentada en factores que no son sostenibles, como la apreciación del tipo de cambio, la incidencia de la inseguridad, la política de subsidios

energéticos y la competencia entre diversos proveedores de bienes y servicios.

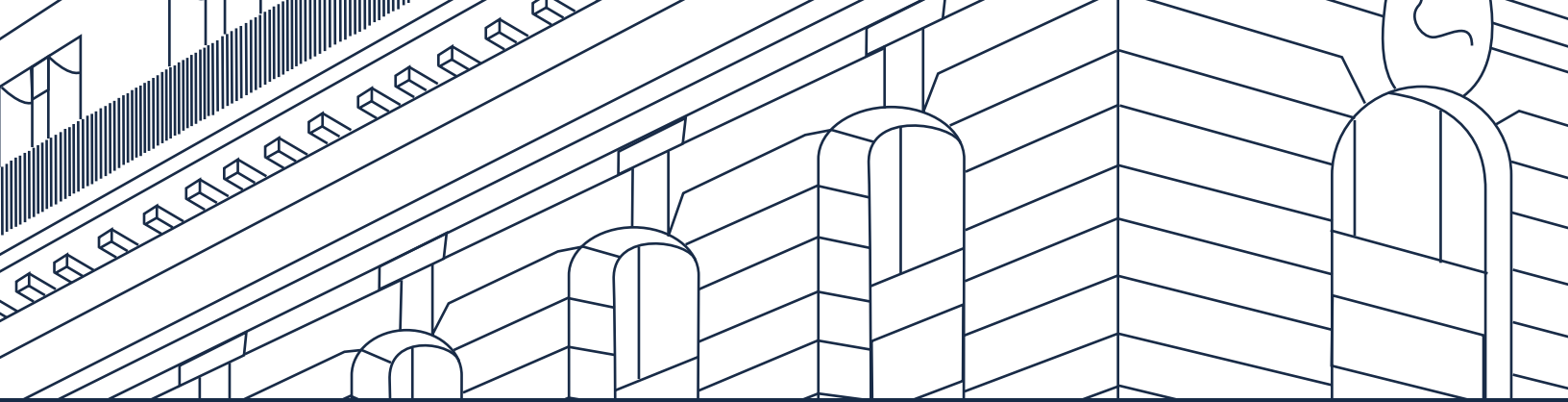
Adicionalmente, otro miembro de la Junta apuntó que la inflación y sus expectativas se han ubicado sistemáticamente por arriba del objetivo permanente del 3 por ciento y que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los mercados de bonos a 10 años permanece sólo ligeramente por debajo del 4 por ciento. Asimismo, señaló que una depreciación prolongada del peso frente al dólar podría traducirse en presiones inflacionarias y que, si bien las presiones sobre el tipo de cambio recientemente han cedido, éstas han ocasionado un considerable aflojamiento de las condiciones monetarias. En este sentido, algunos miembros de la Junta mencionaron que un riesgo adicional podría estar asociado con la evolución de las expectativas de inflación de largo plazo, que si no bajaron en un escenario de apreciación del tipo de cambio, parecería más difícil que en la situación actual lo hagan. En relación con estos puntos, la mayoría de los miembros de la Junta arguyó que un riesgo para la inflación podría ser un tipo de cambio que se mantenga excesivamente depreciado y volátil.

Finalmente, en lo que respecta a la política monetaria, todos los miembros de la Junta sostuvieron que la postura actual es la adecuada. Asimismo, consideraron que hacia adelante la respuesta de política dependería de la evolución de los eventos nacionales e internacionales, estando abiertos a ajustar la postura de política monetaria en la dirección que sea requerida. En particular, todos los miembros coincidieron en que la Junta deberá estar pendiente a las contingencias que podrían hacer recomendable un ajuste de la postura monetaria: por un lado, que la debilidad de la economía mundial y nacional se profundice, lo cual, ante una gran lasitud monetaria de los principales bancos centrales del mundo, podría hacer recomendable un relajamiento de la postura. Por el otro, se podría presentar una dinámica adversa del tipo de cambio que afecte la inflación y sus perspectivas, ante lo cual lo recomendable podría ser una postura más restrictiva. Todos los miembros señalaron la importancia de reaccionar con oportunidad. A esta conclusión un miembro de la Junta añadió que el Banco de México no debe esperar a que suceda un evento de cola para reaccionar.

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 de Gobierno considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, se mantendrá atenta a las perspectivas para el crecimiento económico mundial y sus posibles implicaciones para la economía mexicana, lo cual, en un contexto de gran lasitud monetaria en los principales países avanzados, a la postre podría hacer conveniente un relajamiento de la política monetaria. Asimismo, dicho Órgano Colegiado decidió continuar vigilando el comportamiento de los determinantes de la inflación, y en particular del tipo de cambio, que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios para ajustar 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 28 de octubre de 2011

