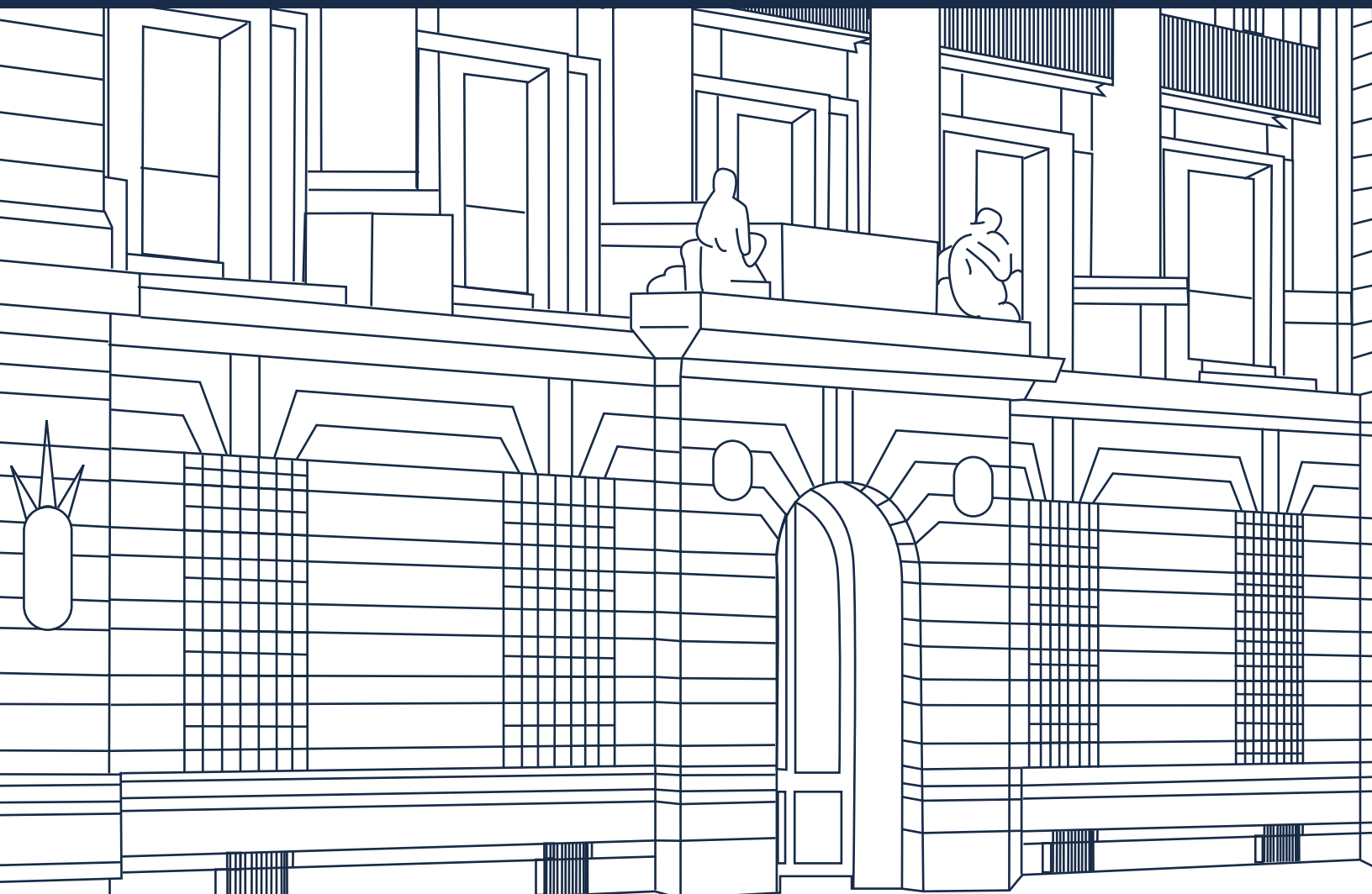




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 8

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 2 de diciembre 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: 1 de diciembre de 2011.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. José Julián Sidaoui Dib, Subgobernador.

Dr. José Antonio Meade Kuribreña, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Dr. José Antonio González Anaya, Subsecretario de Ingresos 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 del Banco de México.

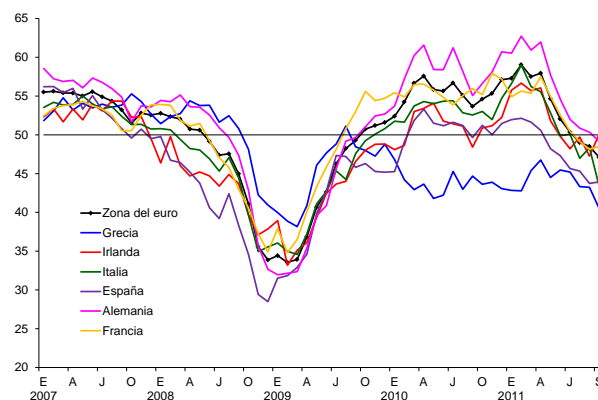
2.1. Perspectiva económica internacional

Las perspectivas de la actividad económica mundial han seguido deteriorándose. Esto en gran medida obedece a que se ha intensificado el problema de deuda soberana en la zona del euro, alcanzando a economías de mayor importancia sistémica y repercutiendo en los sistemas financieros tanto de la región como fuera de ésta. En dicho contexto se ha deteriorado la confianza de los consumidores y de las empresas a nivel global, lo que ha conducido a un debilitamiento de la actividad económica mundial.

En la zona del euro, las perspectivas de menor crecimiento han acentuado la retroalimentación negativa entre el debilitamiento de la actividad económica y el deterioro de los balances bancarios y fiscales. Este proceso se ha visto exacerbado por la falta de acuerdos políticos para estabilizar el funcionamiento de los mercados y retomar el rumbo del crecimiento.

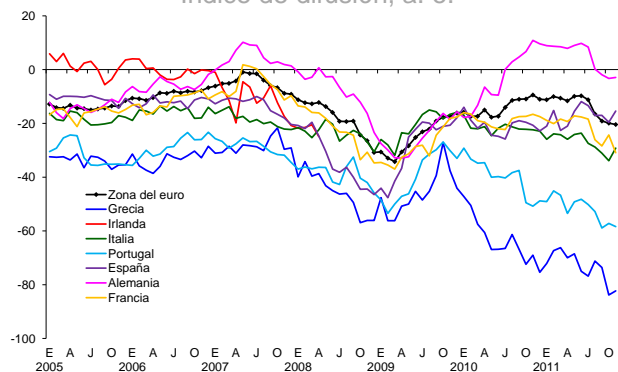
En este contexto, la producción industrial en la zona del euro se debilitó en el tercer trimestre, y los Índices de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero apuntan a una disminución casi generalizada de la actividad manufacturera en la región en los siguientes meses (Gráfica 1). Por su parte, los indicadores de confianza en la región han seguido disminuyendo (Gráfica 2). Esto, aunado a la intensificación de la volatilidad financiera, ha repercutido negativamente en el gasto en consumo privado y en la inversión. Así, se espera que la fuerte desaceleración de la actividad económica contribuya a un deterioro adicional de las finanzas públicas en la zona del euro. Debido a esto, varios países de la región tendrán que efectuar ajustes mayores para cumplir con las metas de consolidación fiscal

Gráfica 1
Zona del Euro: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
Índice de difusión, a. e.



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

Gráfica 2
Zona del Euro: Confianza del Consumidor
 Índice de difusión, a. e.

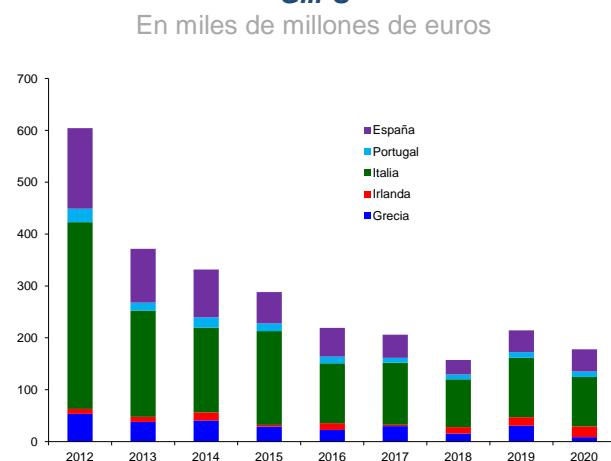


a.e. Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Comisión Europea.

La exigencia de que los bancos europeos aumenten sus niveles de capitalización en el corto plazo, sin antes haber atendido los problemas en los mercados de deuda soberana, se está reflejando en un menor flujo de financiamiento al sector real al verse endurecidas las condiciones de crédito en la zona. De acuerdo a la última encuesta de financiamiento bancario del Banco Central Europeo (BCE), se registró un marcado incremento en el endurecimiento neto de las condiciones de crédito en la zona del euro, resaltando entre sus causas la creciente importancia de factores tales como la posición de capital y la situación de liquidez de los bancos.

Aunado a lo anterior, las presiones de fondeo que enfrentan los bancos europeos pudieran exacerbarse ante los elevados requerimientos de refinanciamiento que tendrán en los próximos años. A esta demanda por fondos se añadirán los importantes vencimientos de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro cuya situación fiscal se percibe como endeble (Gráfica 3).

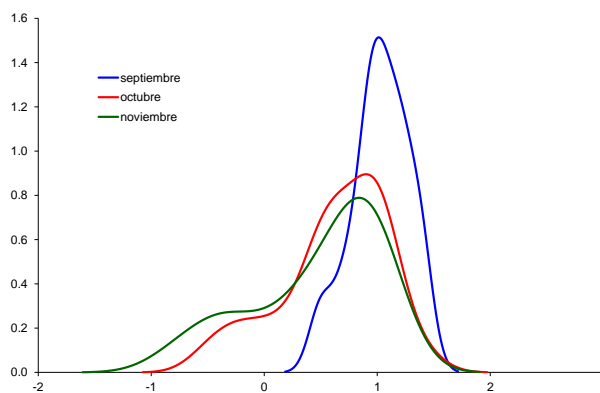
Gráfica 3
Perfil de Vencimientos de la Deuda Soberana de GIIPS
 En miles de millones de euros



Fuente: IIF.

En suma, la compleja situación en la zona del euro, donde la interacción negativa entre los sectores financiero y real de la economía se ha exacerbado, ha motivado una significativa disminución en los pronósticos de crecimiento para la región en 2012 (Gráfica 4). Con esto se han incrementado los riesgos a la baja para la economía mundial de manera importante.

Gráfica 4
Zona del Euro: Distribución de Probabilidad para los Pronósticos de Crecimiento del PIB en 2012
 Por ciento

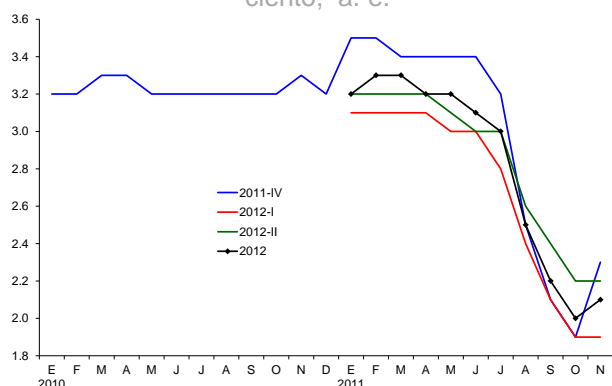


Fuente: Consensus Forecasts.

En Estados Unidos, el desempeño mejor de lo esperado de diversos indicadores han resultado, en general, en una modesta mejoría en los pronósticos de crecimiento para el cuarto trimestre de 2011 y para 2012 (Gráfica 5).

Gráfica 5 EUA: Evolución del Pronóstico del Producto Interno Bruto Real

Tasa trimestral anualizada y tasa anual en por ciento, a. e.



a. e. Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Blue Chip.

Sin embargo, otros indicadores como la confianza del consumidor y encuestas de empresas siguen apuntando hacia un crecimiento moderado de la actividad. Además, persisten varios factores estructurales que han restringido la recuperación económica, como la debilidad en los mercados laboral y de vivienda.

Adicionalmente, en materia fiscal, continúa la incertidumbre sobre la forma en que se implementará el ajuste necesario para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. Cabe señalar que el denominado “Súper Comité” (“the Joint Select Committee on Deficit Reduction”), que se estableció en agosto pasado con el objetivo de identificar 1.5 billones de dólares en reducciones adicionales del déficit para los próximos 10 años, no logró llegar a un acuerdo, por lo que acorde a la legislación vigente tendrán lugar recortes automáticos. Por otra parte, aunque existe todavía la posibilidad de que se llegue a un acuerdo en el Congreso de ese país para extender diferentes medidas de apoyo, los vencimientos de varias medidas de estímulo aprobadas en años previos presuponen un ajuste fiscal significativo para 2012, lo que impactará negativamente a la actividad económica.

Por otro lado, a pesar de que los bancos en Estados Unidos registran una sólida posición financiera, su exposición frente a países de la zona del euro es una fuente de preocupación en los mercados financieros internacionales. En particular, si bien su exposición frente a las economías con los mayores problemas de deuda soberana no es muy elevada, la que tienen frente a países como Francia

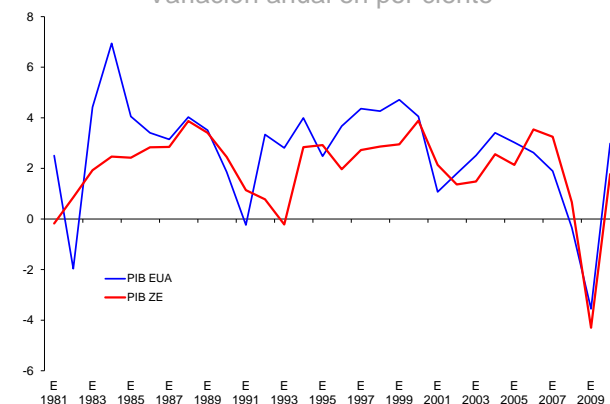
y Alemania es significativa. Por lo tanto, en la medida en que el contagio hacia estas economías se extienda se afectaría severamente la situación financiera y perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos.

De acuerdo a la encuesta de la Reserva Federal a funcionarios bancarios de las áreas de crédito, un porcentaje menor de bancos flexibilizaron sus condiciones de préstamos en el tercer trimestre del 2011, en particular a empresas comerciales e industriales, en respuesta al deterioro observado en las perspectivas de la economía. Además, la encuesta muestra una marcada disminución en la demanda por créditos comerciales e industriales y de consumo en este período.

En suma, si bien ha existido una modesta mejoría en los pronósticos de crecimiento de la economía de Estados Unidos para el cuarto trimestre del año y para 2012 en general, ello ha coincidido con una fuerte revisión a la baja en los de la zona del euro. Dada la estrecha relación en el comportamiento de estas regiones en los últimos años, la actividad económica y el sistema financiero de Estados Unidos se podrían ver afectados de forma importante, de continuar el deterioro de la situación de la Eurozona (Gráfica 6).

Gráfica 6 PIB de EUA y de la Zona del Euro

Variación anual en por ciento

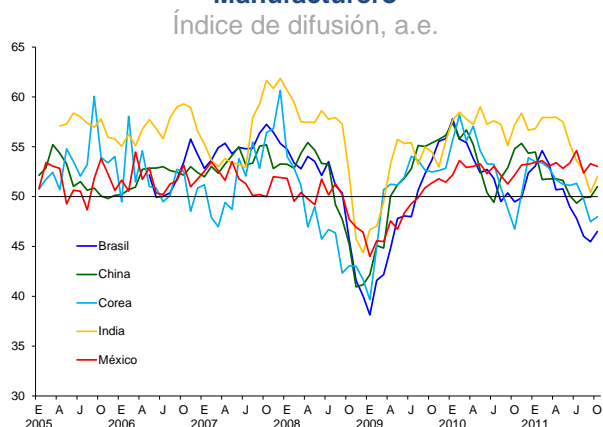


Fuente: BEA, Eurostat y FMI.

En las economías emergentes, continúan observándose signos de desaceleración en el crecimiento de la actividad económica. En particular, se ha registrado una moderación en el crecimiento de la producción industrial, en tanto que el sector externo podría haber comenzado a debilitarse.

Al respecto, si bien en el margen mostraron cierta recuperación en octubre, los Índices de Perspectivas de los Gerentes de Compra del Sector Manufacturero de las principales economías emergentes han venido disminuyendo a lo largo del año y apuntan hacia un debilitamiento de la actividad económica en los siguientes meses (Gráfica 7).

Gráfica 7
Economías Emergentes: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero



a.e. Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit e INEGI.

Los precios de las materias primas han disminuido en los últimos meses, influidos por el deterioro de perspectivas de crecimiento de la economía mundial y por las mejores condiciones de abastecimiento en algunos productos. Así, los aumentos en la inflación a nivel mundial parecen estar llegando a su fin y se espera que ésta disminuya en los próximos trimestres.

Lo anterior ha conducido a que en la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas se continúen observando movimientos hacia posturas de política monetaria más acomodaticias.

En el caso de Estados Unidos, el Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal señaló, en su comunicado del 2 de noviembre de 2011, que la inflación parece haberse moderado a medida que los precios de la energía y de algunos productos primarios han disminuido de sus máximos recientes y que anticipa que se reduzca en los próximos trimestres. 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 ameritan mantener la tasa de fondos federales en niveles excepcionalmente bajos, al menos, hasta mediados de 2013.

El BCE en su comunicado de política monetaria del 3 de noviembre, reiteró que la inflación continúa elevada y que es posible que permanezca por encima de 2.0 por ciento en los siguientes meses, antes de disminuir por debajo de ese nivel el próximo año. En este contexto, mantuvo su tasa de interés de política sin cambios en octubre y la disminuyó en 25 puntos base en noviembre, revirtiendo con ello parte del retiro del estímulo monetario que había venido llevando a cabo en los meses previos.

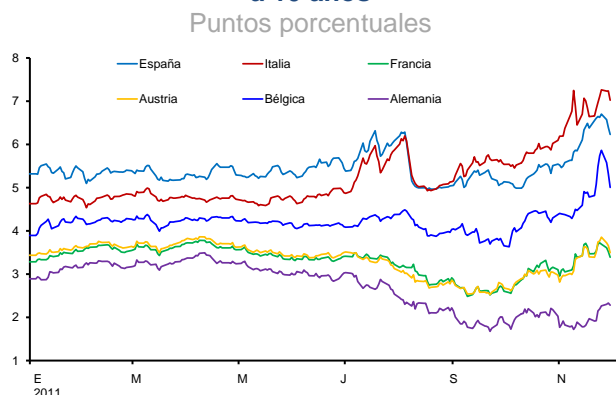
Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes las tasas de inflación parecen estar alcanzando sus niveles máximos, y en algunos casos ya se han presentado reducciones. Así, a pesar de la depreciación reciente de sus monedas, en la mayoría de los casos se anticipa una reducción de la inflación en los siguientes trimestres. Ante ello, la mayoría de los bancos centrales de estas economías ha hecho una pausa en su proceso de retiro del estímulo monetario ante las preocupaciones sobre la situación económica mundial e incluso, en algunos casos, ha reducido sus tasas de interés de referencia.

2.2. Evolución financiera reciente

Como se señaló, en las últimas semanas se intensificó el pesimismo respecto de la problemática fiscal de varios países europeos y la preocupación sobre la salud del sistema financiero de la región. Destacó el deterioro de las condiciones de financiamiento de Italia y España, así como el contagio a otros países que se habían mantenido relativamente aislados de la crisis de deuda pública, incluyendo Francia, Austria, Bélgica e incluso Alemania.

Así, las tasas de interés de bonos gubernamentales de varios de estos países alcanzaron niveles históricamente elevados en todos los plazos. Esto último generó cuestionamientos en los mercados respecto de la capacidad de estos países para seguir teniendo acceso a financiamiento en los siguientes meses y respecto de la sostenibilidad de sus niveles de deuda (Gráfica 8).

Gráfica 8
Europa: Tasas de Bonos Gubernamentales a 10 años



Fuente: Bloomberg.

El conjunto de medidas anunciadas por las autoridades europeas para restablecer el funcionamiento ordenado de los mercados financieros en la región ha sido percibido como insuficiente por los participantes en el mercado.

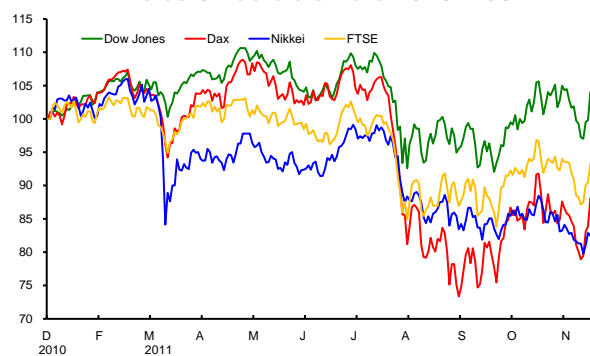
En efecto, el Fondo de Estabilidad de la Unión Europea (EFSF por su siglas en inglés) a pesar de que aún no inicia su mandato de compra de deuda gubernamental de los países de la zona euro, tanto su tamaño como su alcance ya parecen ser limitados, particularmente cuando se considera el deterioro de los mercados de deuda de España e Italia y los elevados vencimientos de deuda que habrán de enfrentar el próximo año. Por otra parte, como ya se mencionó, las medidas anunciadas por la Autoridad Bancaria Europea para que las instituciones financieras incrementen sus niveles de capitalización antes de junio de 2012, y la instrumentación de medidas regulatorias más restrictivas en los siguientes meses para el sector bancario, han ocasionado que algunas instituciones empiecen un proceso de liquidación de activos y, de esta forma, que restrinjan aún más las condiciones de otorgamiento de crédito. A su vez, el acuerdo voluntario del sector privado para reestructurar la deuda de Grecia ha generado incertidumbre respecto de la cobertura que brindan los contratos de protección de riesgo de crédito (*credit default swaps*) lo cual ha exacerbado el proceso de liquidación de bonos gubernamentales europeos.

Por su parte, el Banco Central Europeo continuó su programa de compra de bonos gubernamentales en las últimas semanas pero parece poco factible que en el corto plazo lo incremente de forma significativa. De hecho, varios oficiales han

enfaticado que el objetivo del instituto central es la estabilidad de precios y no financiar los elevados déficit públicos de los países de la región. La división de opiniones entre las autoridades financieras para resolver la crisis en la región se ha acentuado al grado de cuestionar la misma viabilidad de la Unión Monetaria en su estado actual, lo cual ha contribuido a que la volatilidad de los mercados permanezca en niveles elevados.

En este contexto, se observó una importante liquidación de posiciones de riesgo en diversos activos financieros. Sobresalió la fuerte caída de los índices accionarios en Europa durante noviembre y, en particular, de las acciones del sector financiero (Gráfica 9).

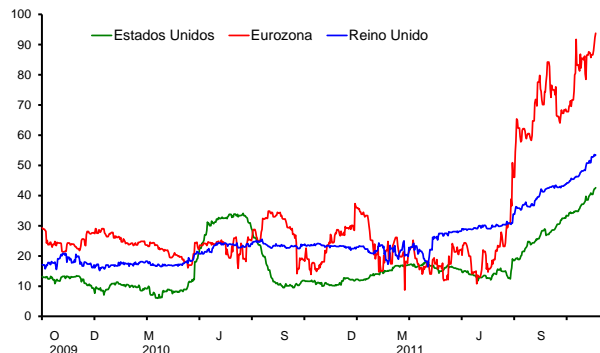
Gráfica 9
Principales Índices Accionarios
Índice 31 de diciembre 2010=100



Fuente: Bloomberg.

Como se mencionó, la percepción entre los inversionistas de un mayor riesgo de crédito también ocasionó que los costos de financiamiento interbancario aumentaran de manera importante (Gráfica 10). Asimismo, la emisión de deuda por parte de bancos europeos se mantuvo por debajo de lo observado en los últimos años y en niveles inferiores a los vencimientos que enfrentarán en los próximos años. Así, ante el deterioro de las condiciones de los mercados de financiamiento de corto y mediano plazo, los bancos europeos han aumentado su dependencia del financiamiento que obtienen a través de las operaciones de mercado abierto y otras ventanillas del Banco Central Europeo.

Gráfica 10
Diferencial entre la Tasa Libor 3 meses y el OIS
de 3 meses */
 Puntos base



*/ El OIS refleja la expectativa del promedio de la tasa de referencia durante los próximos 3 meses.
 Fuente: Bloomberg.

La mayor aversión al riesgo se reflejó también en una apreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas, y en una reducción adicional de las tasas de interés en Estados Unidos y el Reino Unido a niveles históricamente bajos. La perspectiva de que la inflación disminuya y de que los principales bancos desarrollados instrumenten medidas adicionales de estímulo monetario en los siguientes meses influyó también a dicho movimiento.

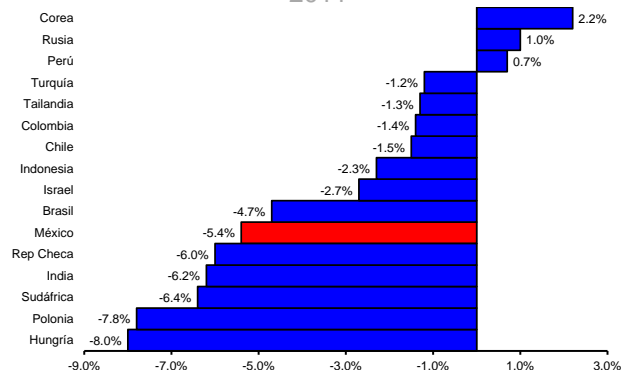
Hacia el final del periodo entre reuniones de política monetaria en México, el 30 de noviembre el Banco de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Canadá, el Banco de Japón y Banco Nacional Suizo anunciaron una acción coordinada para proveer liquidez, principalmente en dólares, al sistema financiero global. Concretamente, redujeron el costo de las líneas swap en dólares estadounidenses, mismas que se extendieron hasta febrero de 2013. Como consecuencia de este anuncio, los mercados financieros revirtieron parcialmente algunas de las pérdidas observadas durante el periodo.

2.2.1 Mercados emergentes

Las divisas de la mayoría de los países emergentes se depreciaron frente al dólar (Gráfica 11). Este movimiento fue producto fundamentalmente del incremento en la incertidumbre en los mercados internacionales, lo que llevó a que los grandes inversionistas globales redujeran sus posiciones de manera indiscriminada en activos que no fueran depósitos de valor.

Gráfica 11
Rendimientos Cambiarios de Divisas
Seleccionadas

Periodo del 10 de octubre al 29 de noviembre de 2011



Nota: (+) apreciación / (-) depreciación.
 Fuente: Bloomberg.

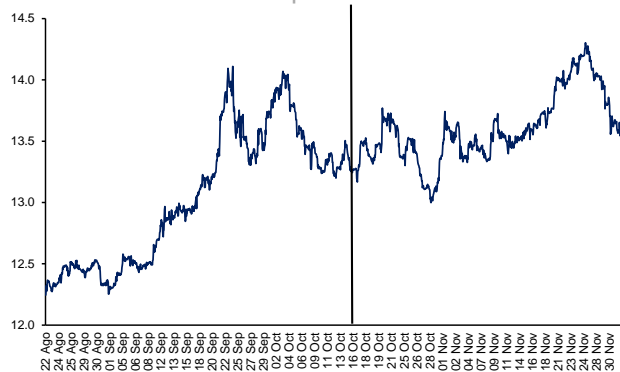
En este contexto, las autoridades monetarias de países emergentes mostraron una mayor cautela con respecto a cambios en la postura de la política monetaria en el corto plazo. Hacia adelante se percibe que entre los principales factores de riesgo para las economías emergentes están los problemas fiscales en Europa y la reducción de los balances de aquellos bancos europeos que enfrentan problemas financieros. En concreto, Europa del Este podría ser la región más afectada ya que es ahí donde los bancos europeos tienen mayor presencia y también es donde el vínculo económico con la Eurozona es más importante.

2.2.2 Mercados en México

Ante el contexto internacional descrito, los mercados financieros en México también mostraron un desempeño negativo y volátil durante la mayor parte del periodo entre reuniones de política monetaria, destacando que el tipo de cambio se depreció hasta alcanzar niveles superiores a 14.0 pesos por dólar. Sin embargo, como sucedió en periodos anteriores, dicha depreciación fue similar a la observada en monedas de otros países emergentes por lo que no fue particular al caso de México. Esta dinámica en el tipo de cambio se modificó de manera importante, revirtiendo su tendencia de depreciación y disminuyendo la volatilidad esperada, a raíz de los anuncios tanto de los bancos centrales de países avanzados mencionado anteriormente, como de la Comisión de Cambios (Gráfica 12 y Gráfica 13). En efecto, el 29 de noviembre la Comisión de Cambios anunció la suspensión temporal de las subastas mensuales de opciones que dan el derecho a vender dólares al

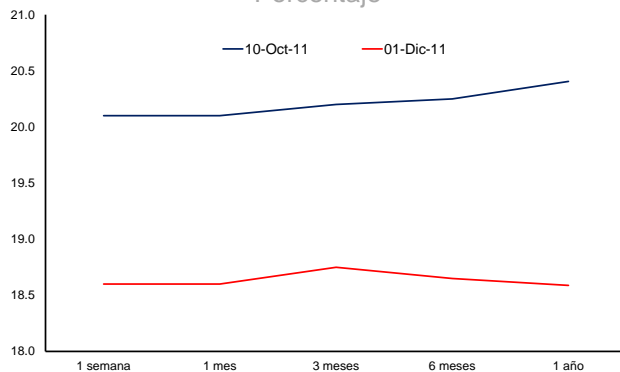
Banco de México, así como la reintroducción del mecanismo de subasta de dólares con precio mínimo (2 por ciento superior al tipo de cambio FIX del día anterior) por un monto diario de 400 millones de dólares

Gráfica 12
Tipo de Cambio Peso Dólar*
Pesos por dólares



*/ Cotizaciones tomadas intradía cada 10 minutos.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 13
Volatilidad Implícita en las Opciones a Diferentes Plazos del Tipo de Cambio
Porcentaje

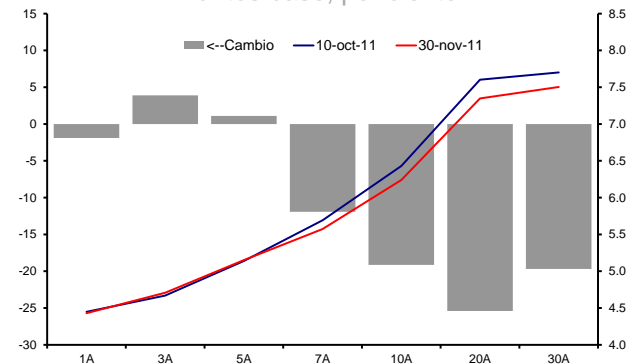


Fuente: Bloomberg.

En el mercado de dinero, las tasas de interés disminuyeron prácticamente en todos los plazos con respecto a los niveles observados en la última reunión de política monetaria (Gráfica 14). Sin embargo, hasta antes de los anuncios de la Comisión de Cambios y de los otros bancos centrales, las tasas de interés registraban incrementos de más de 35 puntos base en el sector de cinco años. Estas alzas fueron producto de la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros. Destaca que a pesar de este escenario adverso, los inversionistas extranjeros continuaron incrementando sus tenencias de Bonos M hasta alcanzar niveles máximos históricos. En cuanto a la

política monetaria, los principales analistas y las expectativas implícitas en la estructura de la curva de tasas de interés, anticipan que el siguiente movimiento de política monetaria se postergará hasta el primer trimestre de 2012.

Gráfica 14
Curva de Rendimiento
Puntos base, por ciento



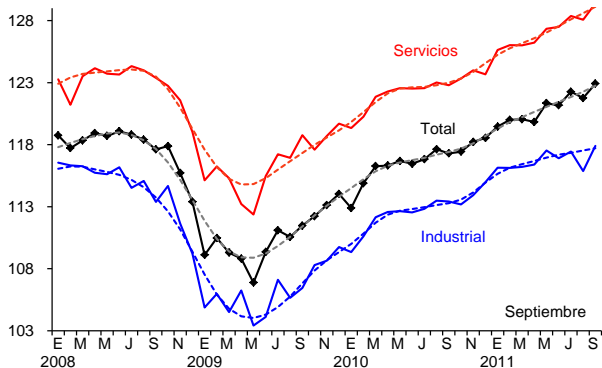
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

Durante el tercer trimestre de 2011, la actividad productiva continuó presentando una tendencia positiva, manteniendo un ritmo de expansión similar al del trimestre previo. En efecto, si bien se empezaron a resentir de manera más notoria los efectos de la debilidad del crecimiento global, y en particular de Estados Unidos, sobre las exportaciones manufactureras y, por ende, sobre el sector industrial, el dinamismo del sector servicios tendió a contrarrestar el impacto de lo anterior sobre el crecimiento de la actividad económica (Gráfica 15). Así, el PIB mostró una variación trimestral con datos ajustados por estacionalidad del 1.3 por ciento, misma cifra que en el segundo trimestre de 2011.

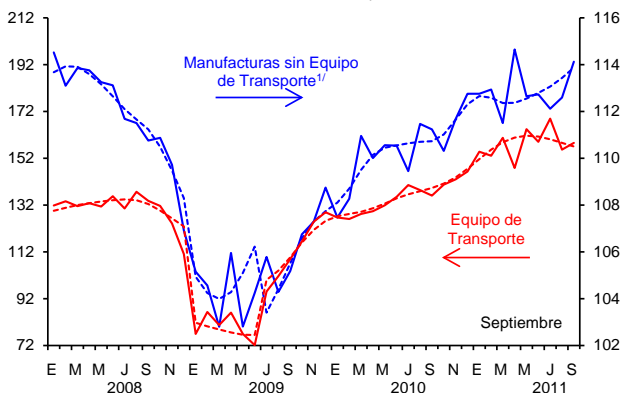
Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índice 2003 = 100, a. e.



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

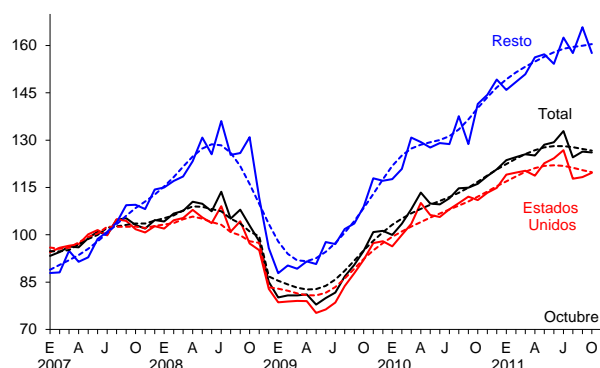
Profundizando en lo anterior, en los últimos meses la producción manufacturera ha venido mostrando una desaceleración, tanto en lo que corresponde a la producción de equipo de transporte, como al resto de las manufacturas (Gráfica 16). Ello refleja en buena medida el hecho de que, durante el tercer trimestre, se observó un menor ritmo de crecimiento de las exportaciones manufactureras, lo cual a su vez refleja la pérdida de dinamismo en la demanda externa, en especial de la proveniente de Estados Unidos (Gráfica 17 y Gráfica 18).

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



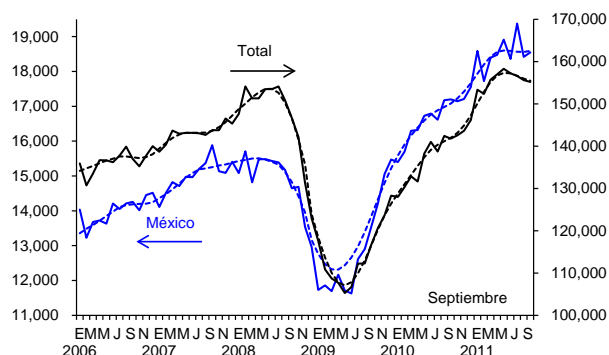
a.e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 1/ Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.
 Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, SCNM, INEGI.

Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras
 Índice 2007 = 100, a. e.



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

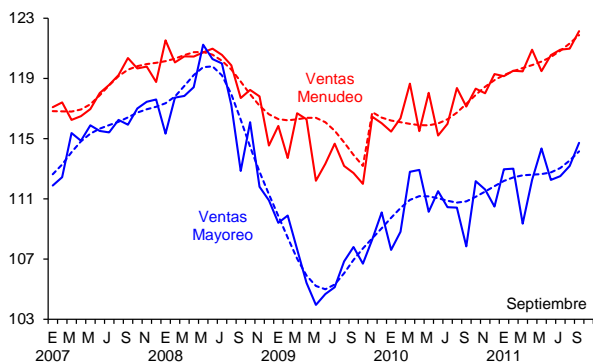
Gráfica 18
Estados Unidos: Importación No Petrolera, Total y Originaria de México
 Millones de dólares, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

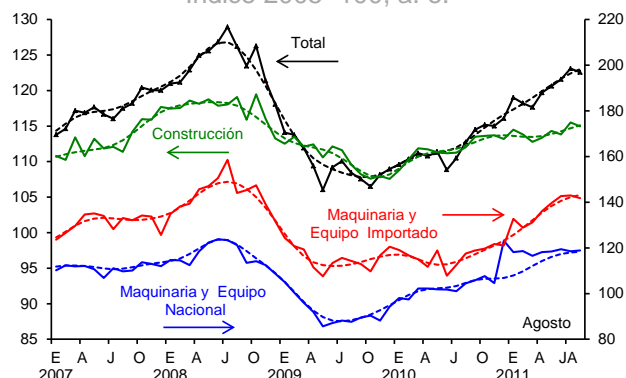
En contraste, en general los indicadores del mercado doméstico continúan presentando un dinamismo similar al del trimestre previo, si bien en algunos casos es notable una incipiente desaceleración y en otros se presentan perspectivas de una desaceleración en los próximos meses. En efecto, las ventas al mayoreo y menudeo continúan presentando una tendencia positiva. No obstante, los indicadores de confianza del consumidor se han venido estancando recientemente, lo cual podría apuntar hacia un menor crecimiento del consumo privado en los próximos meses (Gráfica 19 y Gráfica 20).

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



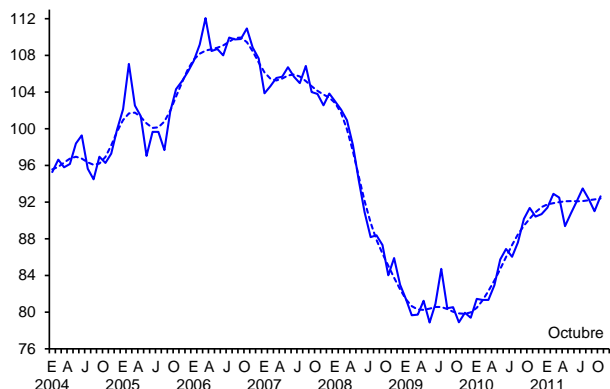
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

Gráfica 21
Inversión y sus Componentes
 Índice 2005=100, a. e.



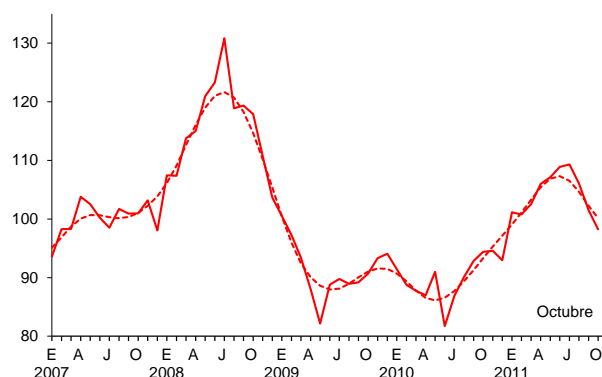
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 20
Índice de Confianza del Consumidor
 Enero 2003 =100, a. e



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 22
Importaciones de Bienes de Capital
 Índice 2007 = 100, a. e.

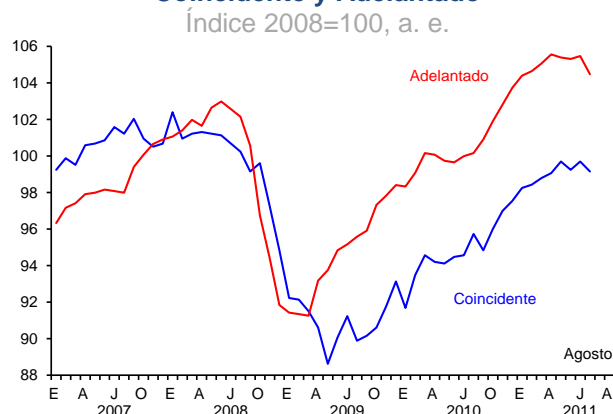


a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

Por su parte, los indicadores de inversión siguen mostrando una tendencia positiva, si bien algunos de sus componentes, como lo son la maquinaria y equipo nacional e importado, han mostrado un menor dinamismo últimamente (Gráfica 21). En este contexto, la información más oportuna de importaciones de bienes de capital sugiere que dicha desaceleración podría acentuarse en los siguientes meses (Gráfica 22).

Si bien el mercado doméstico no ha resentido hasta ahora de manera muy notoria la desaceleración de la demanda externa y del sector industrial, los indicadores más oportunos sugieren que en adelante esta desaceleración podría tender a manifestarse de manera más clara en los indicadores de gasto doméstico. En congruencia con ello, los indicadores de índole prospectiva, como lo es el indicador adelantado para la economía mexicana, sugieren un menor dinamismo de la actividad productiva en los próximos meses (Gráfica 23).

Gráfica 23
Sistema de Indicadores Compuestos:
Coincidente y Adelantado



Nota: Metodología del NBER.
 a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.
 Fuente: INEGI.

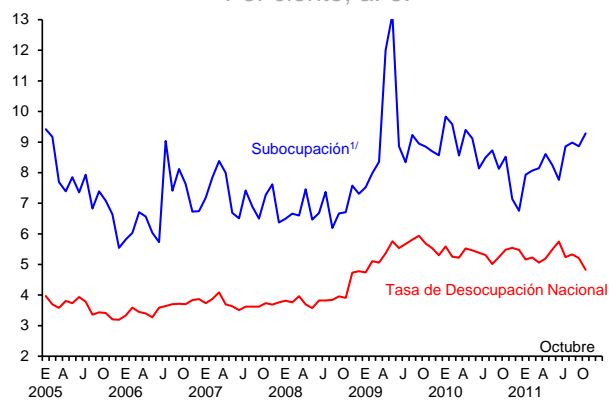
2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

En general, durante los primeros tres trimestres de 2011 la brecha del producto se fue cerrando a un ritmo menor al previsto a inicios del año, de modo que ha persistido holgura en la utilización de los recursos productivos del país. De manera congruente con lo anterior, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha mantenido en niveles relativamente reducidos y holgadamente financiables por la entrada de recursos en la cuenta de capitales. Así, continúan sin observarse presiones de demanda sobre los precios de los principales insumos, ni sobre las cuentas externas del país.

Profundizando en las condiciones prevalecientes en el mercado laboral, los indicadores más recientes sugieren que también persisten condiciones de holgura en dicho mercado, no obstante que ésta parecería estar empezando a disminuir. En efecto, a pesar de que el empleo formal continúa mostrando una trayectoria positiva, las tasas de desocupación, subocupación y ocupación en el sector informal aún permanecen en niveles relativamente elevados. Si bien en octubre la tasa de desocupación nacional presentó una reducción respecto a los niveles registrados en septiembre, ésta, al igual que la tasa de subocupación, permanece en niveles por encima de los observados antes de la crisis (Gráfica 24).

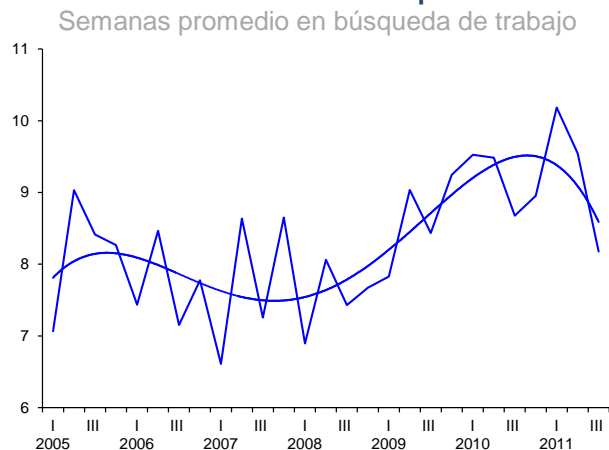
Gráfica 24
Tasas de Subocupación y de Desocupación
 Por ciento, a. e.



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.

Asimismo, a pesar de que la duración del desempleo ha mostrado una disminución en los últimos dos trimestres, ésta aún permanece en niveles elevados en relación a lo observado antes de la crisis (Gráfica 25).

Gráfica 25
Duración del Desempleo



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

Las condiciones anteriores han contribuido a que los incrementos salariales continúen siendo moderados. Esto ha favorecido a que los costos unitarios de la mano de obra se mantengan en niveles especialmente reducidos. Lo anterior, a su vez, ha coadyuvado a evitar presiones sobre los precios derivadas de la utilización de la mano de obra.

Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero continúa expandiéndose a un ritmo sostenido. A pesar del ambiente de incertidumbre que existe en los mercados internacionales, las empresas no presentaron problemas para colocar su deuda tanto en el mercado externo como en el interno. Del mismo modo, el crédito de la banca a las empresas y a los hogares continúa mostrando un crecimiento estable. Así, la dinámica del financiamiento en México no apunta hacia posibles problemas de sobrecalentamiento de la economía ni hacia presiones sobre las tasas de interés.

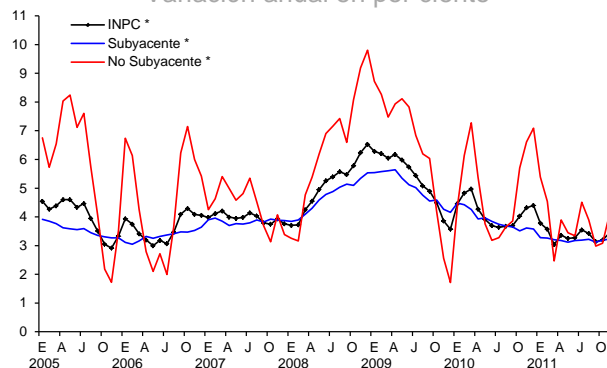
Por último, la notoria desaceleración de la economía mundial ha permitido que los precios de las materias primas continúen disminuyendo, lo que a su vez se ha empezado a reflejar en menores presiones inflacionarias tanto en países avanzados como emergentes.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual se ubicó en 3.44 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2011 (en septiembre esta cifra fue 3.14 por ciento, Gráfica 26 y Cuadro 1). El incremento que se observó fue causado primordialmente por el índice de precios no subyacente, cuya variación anual en el periodo de referencia pasó de 2.98 a 4.11 por ciento. En contraste, la inflación subyacente anual registró un aumento relativamente moderado de 3.12 a 3.23 por ciento.

La mayor tasa de variación anual del índice de precios no subyacente obedeció, en lo principal, a la mayor incidencia que tuvieron las tarifas eléctricas sobre la inflación, lo que se reflejó en la tasa de crecimiento anual del grupo de los energéticos (la cual entre septiembre y la primera quincena de noviembre de 2011 se elevó de 4.32 a 7.73 por ciento, Cuadro 1). Esto como consecuencia de la finalización del esquema tarifario de temporada cálida en diversas ciudades del país, las cuales en la nueva estructura de ponderación del INPC tienen un mayor peso relativo. Adicionalmente, los precios del grupo de los productos pecuarios elevaron su ritmo de crecimiento debido fundamentalmente a alzas que se observaron en las cotizaciones de la carne de res. No obstante, esto fue más que compensado por la caída en los precios del grupo de las frutas y verduras. Así, la inflación anual del subíndice de los productos agropecuarios disminuyó de 2.09 a 0.72 por ciento en el periodo señalado anteriormente.

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



* Información a la primera quincena de noviembre de 2011.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En el componente subyacente del INPC se registró una reducción en la inflación anual del subíndice de precios de las mercancías y un incremento moderado en la que corresponde al subíndice de precios de los servicios (Cuadro 1). El primer subíndice señalado, que es el más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio, presentó una baja en su tasa de variación anual de 4.42 a 4.29 por ciento entre septiembre y la primera quincena de noviembre de 2011. La menor inflación de este subíndice sugiere que la depreciación del tipo de cambio, hasta este momento, no ha tenido un efecto discernible sobre el proceso de formación de precios. Por otra parte, la tasa de crecimiento anual del subíndice de los servicios, entre septiembre y la primera quincena de noviembre de 2011, se elevó de 2.03 a 2.35 por ciento. Ello, en gran parte, fue producto de que no se repitieron ofertas en algunos de los servicios de telefonía móvil que se presentaron en el mismo periodo del año previo.

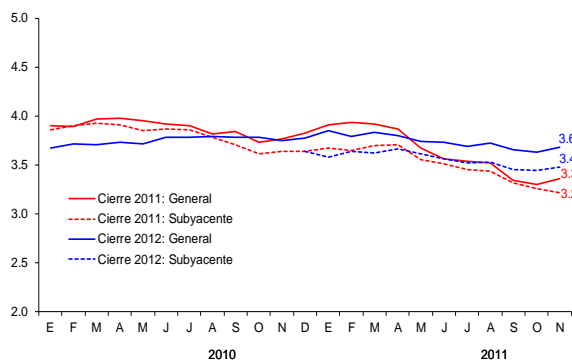
La evolución favorable de la inflación se ha visto reflejada en las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado. Así, tanto las expectativas correspondientes a horizontes de menor plazo como las que se refieren a horizontes de mayor plazo han permanecido estables.

En particular, de acuerdo a la encuesta realizada por Banco de México en noviembre (Gráfica 27), el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2011 se ubicó en 3.36 por ciento, nivel muy similar al registrado en la encuesta de septiembre. Por su parte, la media de las expectativas del componente subyacente disminuyó de 3.31 a 3.22 por ciento en el periodo referido. Finalmente, la expectativa implícita para el componente no subyacente para este horizonte presentó un repunte de 3.44 a 3.82 por ciento en el

periodo referido, debido principalmente al efecto en dicho rubro de la eliminación del subsidio a las tarifas eléctricas en algunas ciudades del país. Cabe señalar que este efecto ya estaba considerado en las previsiones de inflación del Banco de México dadas a conocer en los recientes Informes sobre la Inflación.

En lo referente al año 2012, tanto el promedio de las expectativas de inflación general y subyacente en la encuesta de noviembre permanecieron prácticamente sin cambios en relación al mes de septiembre al ubicarse en 3.68 y 3.48 por ciento respectivamente. Asimismo, la media de la expectativa implícita para la inflación no subyacente se mantuvo alrededor de 4.34 por ciento.

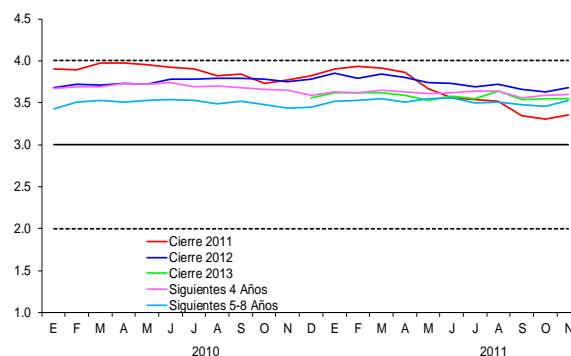
Gráfica 27
Expectativas de Inflación General y Subyacente
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

En lo que corresponde a las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo, cabe señalar que éstas no han presentado variaciones importantes en los últimos meses. En particular, 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 bien ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 28).

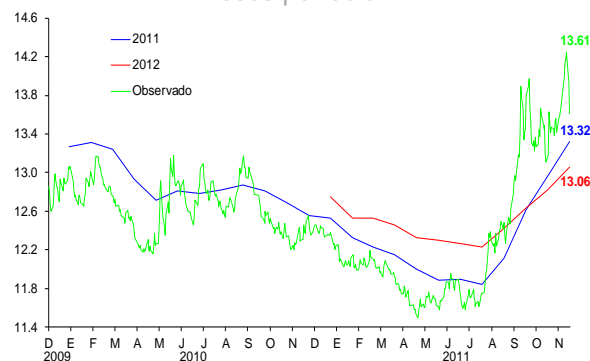
Gráfica 28
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Es importante señalar que a pesar de la importante depreciación del peso frente al dólar que se registró en los últimos meses, 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 ha registrado, 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 (Gráfica 29).

Gráfica 29
Tipo de Cambio y Expectativas de Tipo de Cambio al Cierre de 2011 y 2012^{1/}
Pesos por dólar



1/ El tipo de cambio observado es el tipo de cambio FIX con frecuencia diaria. El último dato para las expectativas corresponde al mes de noviembre.

Fuente: Banco de México y Encuesta de Banco de México.

En lo que se refiere al pronóstico sobre la inflación general anual, éste no presenta cambios de consideración para lo que resta de 2011 así como para 2012 respecto al dado a conocer en el último Informe sobre la Inflación. De esta forma, se anticipa que lo más probable para ésta es que fluctué entre 3.0 y 4.0 por ciento durante el horizonte de pronóstico. Asimismo, para el caso de la inflación subyacente anual, se estima que ésta finalice el año 2011 en un intervalo comprendido entre 3.0 y 3.5 por ciento, mientras que en 2012 se estima que ésta se mantendrá en un nivel cercano a 3.0 por ciento.

La trayectoria proyectada sobre la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos. A la baja destaca la posibilidad de que se observe un mayor debilitamiento respecto al previsto de las demandas externa e interna. Ello reduciría las presiones inflacionarias y adicionalmente tendría una influencia a la baja sobre los precios internacionales de las materias primas. En contraste, al alza destaca un posible recrudecimiento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales que genere una dinámica adversa

del tipo de cambio que incida sobre el proceso de formación de precios. Finalmente, la volatilidad de los precios de los productos agropecuarios es un elemento que puede inducir desviaciones de corto plazo (al alza o a la baja) en la inflación respecto a su trayectoria prevista. Cabe señalar que la incertidumbre sobre la evolución del subíndice de precios de los productos agropecuarios se ha exacerbado en los meses recientes debido a las sequías que enfrentan diversas regiones del país.

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

Concepto	Diciembre 2010	Septiembre 2011	Noviembre 1q 2011
INPC	4.40	3.14	3.44
Subyacente	3.58	3.12	3.23
Mercancías	3.82	4.42	4.29
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	7.32	7.37
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.17	1.92
Servicios	3.36	2.03	2.35
Vivienda	2.64	2.03	2.06
Educación (Colegiaturas)	4.64	4.14	4.19
Otros Servicios	3.58	1.47	2.14
No Subyacente	7.09	2.98	4.11
Agropecuarios	6.96	2.09	0.72
Frutas y Verduras	14.00	-2.17	-8.32
Pecuarios	2.46	5.16	7.30
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.16	3.50	5.89
Energéticos	6.44	4.32	7.73
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	2.61	2.58

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 presentes 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 las perspectivas de la actividad económica mundial se han deteriorado significativamente, como resultado de la problemática que persiste en la zona del euro. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento de México ha empeorado. Por otra parte, algunos miembros de la Junta afirmaron que el balance de riesgos para la inflación es neutral, mientras que los otros consideraron que éste se ha deteriorado.

En particular, entrando en la discusión referente al entorno económico mundial, algunos miembros de la Junta mencionaron que el riesgo de un evento catastrófico ha aumentado, a lo que un miembro de la Junta añadió que, de materializarse un escenario de este tipo, se observaría un deterioro importante de la situación financiera y el crecimiento mundial.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que recientemente algunos indicadores económicos han mostrado un desempeño relativamente más favorable, lo que ha tenido como consecuencia que los analistas, por primera vez en varios meses, revisen al alza sus pronósticos de crecimiento de ese país. No obstante, un miembro de la Junta destacó que, si bien en el último mes las expectativas de crecimiento de ese país se revisaron marginalmente al alza en 0.1 puntos porcentuales, en el año en su conjunto se han revisado a la baja en 1.3 puntos porcentuales, y que aun si se materializa la revisión de las expectativas de crecimiento, la economía estadounidense continuaría creciendo por debajo de su producto potencial. Al respecto, algunos miembros apuntaron que persisten los problemas estructurales en dicha economía, pues los niveles de desempleo y sobreendeudamiento de las familias siguen siendo altos y el mercado de la vivienda no se ha recuperado. Incluso, algunos miembros de la Junta arguyeron que la falta de

acuerdos en cuanto a la consolidación fiscal de ese país indica que no se podrá revertir la contracción fiscal prevista en la ley para 2012. Además, algunos miembros de la Junta recalcaron la debilidad de la economía europea como un riesgo que podría afectar de manera adicional al crecimiento de Estados Unidos. Un miembro añadió que continúa el proceso de restricción crediticia, mismo que se ha visto exacerbado por los problemas en los mercados financieros internacionales.

Con respecto a la situación en Europa, todos los miembros de la Junta señalaron que continúa el deterioro fiscal y financiero de la región, así como el contagio de estos problemas a otras economías. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta agregó que la respuesta de las autoridades europeas ha sido hasta ahora insuficiente y decepcionante, pues no ha tranquilizado a los mercados. En este sentido, un miembro de la Junta afirmó que la inhabilidad política de tomar las medidas oportunas podría conducir a un colapso de la zona del euro, si bien añadió que confía en que las autoridades europeas seguirán buscando soluciones. Un miembro de la Junta agregó que las implicaciones de un evento catastrófico son desconocidas y, como sucedió en 2008, las simulaciones basadas en modelos estadísticos podrían subestimar la gravedad de los resultados. Algunos miembros de la Junta argumentaron que la erosión de la credibilidad de las instituciones retroalimenta el escepticismo de los mercados y afecta la economía real, incrementando así significativamente los riesgos de una recesión en la zona.

Adicionalmente, algunos miembros de la Junta destacaron el deterioro en las condiciones de financiamiento en Europa. Un miembro señaló que el hecho de que no pueda funcionar el mercado interbancario, ni de deuda pública, sin la intervención del Banco Central Europeo, es una señal de una crisis de gran envergadura que cuestiona el régimen cambiario. Además, otro miembro de la Junta destacó que ha aumentado la incertidumbre sobre la salud de gran parte de las instituciones financieras de la zona que mantienen deuda pública de los países afectados. De igual forma, un miembro de la Junta señaló que el pesimismo acerca de la problemática fiscal de casi todos los países de la zona ha empeorado al tener que enfrentar éstos tasas de interés cada vez más altas para renovar los vencimientos de su deuda pública. Otro miembro de la Junta agregó que los planes de recapitalización de los bancos europeos han provocado un proceso de desapalancamiento a

través de una contracción al crédito. Un miembro de la Junta señaló que incluso subsiste la discusión sobre el papel que debe jugar el Banco Central Europeo: por una parte, existe la visión ortodoxa de que debe enfocarse únicamente en preservar la estabilidad de precios y, por otra, la visión menos conservadora de que debe contribuir a la solución del financiamiento de los abultados déficits públicos de los países más comprometidos. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que han disminuido las perspectivas de crecimiento de Europa y de aquellos países altamente conectados con esta región.

Algunos miembros de la Junta indicaron que las economías emergentes también muestran signos claros de desaceleración, y un miembro agregó que la gran mayoría de ellas han revisado a la baja su perspectiva de crecimiento. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta destacaron que la elevada aversión al riesgo ha continuado, lo que, según un miembro de la Junta, ha generado una mayor búsqueda de activos de refugio y en promedio ha aumentado el riesgo país de esas economías, así como la volatilidad, que podría continuar. Asimismo, otro miembro de la Junta añadió que la aversión al riesgo también se ha visto reflejada en la depreciación de las monedas de un número importante de países emergentes.

En relación a la inflación mundial, algunos miembros de la Junta coincidieron en que las perspectivas han mejorado. En particular, un miembro añadió que en muchas economías hubo revisiones a la baja en las expectativas de inflación y afirmó que ha aumentado la posibilidad de que se presente un escenario de deflación en el mundo en caso de que haya un deterioro sustancial en la actividad económica de Europa y en los mercados financieros internacionales. No obstante, otro miembro mencionó que en varias economías avanzadas y emergentes, la inflación sigue aumentando o se encuentra por arriba de su objetivo, si bien la percepción promedio es que ésta bajará. Argumentó que la inflación general de Estados Unidos estuvo recientemente cerca de cuatro por ciento, mientras que en Europa la inflación subyacente se alejó de la tendencia a la baja, por lo que no considera que habrá un escenario de deflación. En respuesta, algunos miembros de la Junta enfatizaron la disminución en los precios de las materias primas, la cual esperan reducirá las presiones inflacionarias en los países desarrollados, mientras que otro miembro de la Junta apuntó que esto adicionalmente mejora las

perspectivas de inflación para las economías emergentes.

Respecto a la política monetaria aplicada por los bancos centrales, algunos miembros de la Junta señalaron que ésta se ha mantenido laxa. En particular, un miembro de la Junta afirmó que ante un escenario de bajo crecimiento e inflación controlada, se espera que la política monetaria en Europa sea más laxa e indicó que no hay señales de que el Banco de la Reserva Federal esté preocupado sobre las presiones inflacionarias. Añadió que el que la economía estadounidense esté creciendo por debajo de su producto potencial y el hecho de que el Banco de la Reserva Federal esté hablando más abiertamente de cuantificar un objetivo en el empleo, son señales de holgura. En este contexto, recalcó que dicha institución ratificó su decisión de mantener una política monetaria laxa por lo menos hasta mediados de 2013. Además, añadió que no sólo los países avanzados, sino también muchos emergentes, están postergando las medidas de política e incluso bajando las tasas de interés. Algunos miembros de la Junta señalaron que existe la preocupación en varios países emergentes de que haya un efecto de la depreciación de los tipos de cambio sobre la inflación. Otro miembro de la Junta consideró que éste no es el factor dominante en las perspectivas de esos países. Por su parte, un miembro de la Junta apuntó que la actual pausa del retiro del estímulo monetario adoptada por algunas economías avanzadas y emergentes podría ser transitoria si la turbulencia financiera amenaza la estabilidad de las expectativas de inflación.

En lo que respecta a la actividad económica en México, todos los miembros de la Junta sostuvieron que ésta continúa mostrando una tendencia positiva y, de hecho, algunos miembros recalcaron el buen comportamiento del sector servicios durante el tercer trimestre del año. En este sentido, un miembro de la Junta añadió que el crecimiento trimestral del PIB fue aumentando durante 2011 y que el crecimiento en el tercer trimestre fue positivo para los tres grandes sectores de la economía. Algunos miembros de la Junta señalaron que los indicadores asociados a la demanda interna, como las ventas al menudeo, el crédito privado y la inversión, también mantuvieron un elevado ritmo de expansión. Como muestra de otros indicadores positivos, un miembro de la Junta destacó que el índice de perspectivas de los gerentes de compras del sector manufacturero se encuentra en la zona de expansión.

Sin embargo, todos los miembros de la Junta reconocieron que se observa una desaceleración moderada en el sector industrial, principalmente como reflejo de un menor dinamismo de las exportaciones no petroleras. No obstante, un miembro de la Junta arguyó que la ligera revisión al alza de la producción industrial esperada en Estados Unidos podría implicar una menor desaceleración de la demanda externa de México en los próximos meses. Por su parte, algunos miembros indicaron que también se observa un menor ritmo de crecimiento en las importaciones de bienes de capital y las intermedias. Un miembro de la Junta interpretó estos resultados como indicativos de que podría observarse una desaceleración de la economía en los próximos meses. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento económico de México ha empeorado y, en particular, un miembro consideró que dicho deterioro ha sido sustancial. Otro miembro de la Junta consideró, sin embargo, que las perspectivas de crecimiento para México han mejorado moderadamente, incluso considerando un escenario complicado en Europa, y que las expectativas de crecimiento económico para Estados Unidos, que afectan directamente a México, han mejorado.

La mayoría de los miembros de la Junta manifestó que se ha observado una mejoría en el mercado laboral. En particular, un miembro de la Junta indicó que el empleo en el sector formal, según datos del IMSS, continúa registrando aumentos. Algunos miembros agregaron que la recuperación del empleo ha contribuido a sostener el dinamismo del mercado interno. No obstante, algunos miembros sostuvieron que permanecen condiciones de holgura en este mercado. En particular, un miembro de la Junta argumentó que los costos unitarios de la mano de obra continúan excepcionalmente bajos y que la tasa de desempleo permanece en niveles superiores a los que prevalecían previo a la crisis. En este contexto, algunos miembros de la Junta afirmaron que la brecha del producto continúa cerrándose a una velocidad menor a la esperada.

Todos los miembros de la Junta argumentaron que los mercados financieros de nuestro país continuaron afectados por la turbulencia internacional. En este sentido, un miembro de la Junta añadió que la mayor aversión al riesgo se ha visto reflejada en una moderada reducción de la tenencia de valores gubernamentales de corto plazo por parte de extranjeros y en una moderada exposición corta en pesos en instrumentos

derivados por parte de extranjeros. Así, afirmó que en las últimas semanas el nivel y la pendiente de la curva de rendimientos aumentaron. Otro miembro de la Junta argumentó que la estabilidad mostrada en las inversiones en bonos de largo plazo de los extranjeros evidencia la credibilidad que tienen en las autoridades financieras mexicanas.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la inflación continúa evolucionando favorablemente. Algunos miembros recalcaron en este sentido la significativa reducción en el crecimiento del subíndice de servicios a lo largo del año. La mayoría de los miembros de la Junta afirmaron que la moderada inflación observada durante 2011 ha respondido entre otros factores al hecho de que la brecha del producto siguió siendo negativa junto con una gran holgura en el mercado laboral, al tipo de cambio en la primera parte del año, al deterioro en la percepción sobre los niveles de inseguridad pública en algunas localidades del país, a la mayor competencia en algunos sectores, a una extraordinaria variación anual negativa del índice de frutas y verduras y al subsidio de los precios energéticos. En este sentido, algunos miembros de la Junta recalcaron que algunos de estos elementos no son recurrentes ni sostenibles, por lo que un miembro agregó que estos factores introducen incertidumbre adicional al pronóstico de inflación y que, aunado a un posible mayor traspaso del tipo de cambio, podría esperarse un efecto en el subíndice de mercancías para 2012. Adicionalmente, un miembro de la Junta argumentó que las expectativas de inflación todavía no se anclan en el objetivo del 3 por ciento y que para todos los plazos se encuentran por arriba de esta referencia, siendo la correspondiente a los siguientes doce meses la mayor de todas. Agregó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en el mercado de bonos de 10 años continúa cerca del 4 por ciento. Ante estas afirmaciones, otro miembro de la Junta puntualizó que las expectativas están bien ancladas por debajo del 4 por ciento y afirmó que el promedio móvil de veinte días de la compensación por inflación y riesgo inflacionario en bonos de 10 años se encuentra en su nivel más bajo del año, claramente por debajo de 4 por ciento.

En cuanto al balance de riesgos para la inflación, algunos miembros de la Junta afirmaron que éste se encuentra en una posición neutra, es decir, las perspectivas no han empeorado. Por el contrario, algunos miembros consideraron que continúa deteriorándose, incluso un miembro agregó que dicho deterioro ha sido claro y mayor que el del

balance de riesgos para el crecimiento. No obstante, todos los miembros de la Junta manifestaron que la depreciación del tipo de cambio podría constituir un riesgo al alza para la inflación. Todos coincidieron en que el tipo de cambio se ha visto afectado por la turbulencia financiera internacional. En este contexto, un miembro de la Junta señaló que dicha turbulencia se ha reflejado en mayor volatilidad y márgenes de compra-venta no vistos desde la primera parte del 2009 y que, de principios de agosto al viernes 25 de noviembre, la depreciación acumulada del peso superó 21 por ciento. En este contexto, añadió que podría observarse una trayectoria adversa del tipo de cambio, que podría reflejarse en una mayor depreciación o en niveles altos por tiempo prolongado. Asimismo, otro miembro de la Junta manifestó su percepción de que cada vez parecería más difícil que se revierta la depreciación en el corto plazo como se había previsto y destacó que actualmente el tipo de cambio se encuentra por arriba de las predicciones de los analistas, quienes podrían comenzar a ajustar al alza sus expectativas respecto a la paridad. Agregó que la permanencia de un tipo de cambio elevado podría traer consecuencias negativas sobre la formación de precios y contaminar las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, además de volver insostenibles los subsidios a los energéticos.

No obstante, algunos miembros de la Junta argumentaron que los datos no parecen indicar que la depreciación del peso mexicano haya afectado el proceso de formación de precios y que no hay evidencia de que el traspaso sea diferente al anticipado. Si bien reconocieron que es necesario estar alerta ante la posibilidad de que el tipo de cambio se desordene más en caso de que se presente una mayor volatilidad externa, un miembro de la Junta añadió que la acumulación de reservas, la línea de crédito flexible y las recientes medidas de la Comisión de Cambios ayudarán a estabilizar la dinámica del tipo de cambio y de las expectativas. Sin embargo, otro miembro de la Junta advirtió que, dada la posible presencia de no linealidades, es importante revisar la hipótesis de que el traspaso del tipo de cambio a los precios es bajo.

Un miembro de la Junta afirmó que un deterioro del tipo de cambio se daría en un contexto de condiciones externas desfavorables, por lo que podría estar asociado a presiones deflacionarias del exterior. Añadió que es relevante tomar en cuenta que la situación que se está enfrentando difiere principalmente de la de 2008-2009 en que las

posiciones cortas prácticamente se han cerrado y que no se tiene el problema de las estructuras de opciones apalancadas. En este sentido, afirmó que no es probable que el tipo de cambio se deteriore en respuesta a factores intrínsecos de la economía mexicana y que éste tiene potencial de regresar a niveles previamente observados. Recalcó que de haber un deterioro significativo en el tipo de cambio, éste vendría acompañado de otros factores que mitigarían su impacto sobre los precios. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que una depreciación del tipo de cambio en un contexto de turbulencia internacional también podría estar asociada a un escenario de incrementos en la inflación aunados a una contracción económica. En este contexto, otro miembro de la Junta recordó que en el pasado, a pesar de los temores de deflación en Estados Unidos, en nuestro país las presiones inflacionarias tuvieron que ser vigiladas. Adicionalmente, otro miembro de la Junta afirmó que, si en circunstancias favorables el avance hacia la meta permanente de inflación fue modesto, un entorno de mayor complejidad presentará retos adicionales. Sin embargo, un miembro afirmó que el principal anclaje del tipo de cambio se ha dado a través de mantener un sólido marco macroeconómico en el país, por lo que la probabilidad de que el tipo de cambio se aprecie una vez que mejore el entorno externo es alta.

Respecto a riesgos adicionales sobre la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta reconoció el posible impacto de las sequías y otros fenómenos climáticos sobre los precios de productos primarios. Algunos miembros sostuvieron que esta situación podría contaminar la dinámica del nivel general de precios y desviar la inflación del objetivo permanente. En este contexto, algunos miembros de la Junta añadieron que existe el riesgo de un aumento en los precios agropecuarios, en particular los de frutas y verduras. En este sentido, un miembro explicó que a los años de contracción de precios, como el actual, le suelen seguir periodos prolongados de aumentos. De manera similar, otro miembro de la Junta advirtió sobre riesgos en los precios de alimentos y bebidas, pues si bien los precios internacionales de los productos primarios han bajado, en México esto no se ha observado, en particular para los precios asociados al maíz, y recordó que los de la carne y la leche han experimentado alzas. Sin embargo, otro miembro arguyó que no es conveniente modificar la postura monetaria ante variaciones en precios relativos, sino sólo en caso de crecimiento sostenido en los precios.

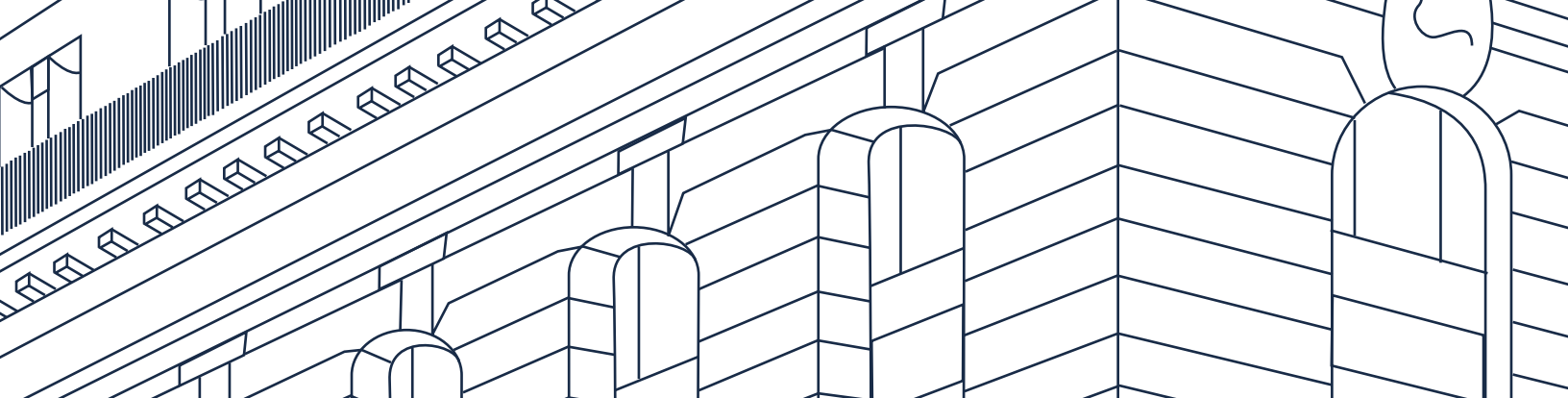
Ante estos argumentos, algunos miembros de la Junta señalaron que también existen riesgos a la baja para la inflación. En este sentido, un miembro enfatizó el riesgo a la baja derivado de la posibilidad de un entorno económico aún más débil, ocasionado por una reducción de la demanda tanto interna como externa. No obstante, otro miembro de la Junta aseveró que una brecha del producto negativa no necesariamente implica inflación baja. Otro miembro recordó que el paquete fiscal aprobado para 2012 no contiene elementos que puedan dar lugar a presiones inflacionarias.

Finalmente, todos los miembros de la Junta consideraron que la postura monetaria actual es la adecuada. Asimismo, concordaron en que a futuro se podrían tomar decisiones de política monetaria en cualquier dirección, dependiendo de la evolución que presente el entorno económico y financiero. En efecto, por una parte, algunos miembros de la Junta consideraron que el aumento de los riesgos de volatilidad financiera y el aflojamiento de las condiciones monetarias que se ha dado por los movimientos recientes del tipo de cambio han incrementado la posibilidad de que sea necesario implementar una política monetaria más restrictiva, y que un sesgo a favor de un relajamiento monetario sería incongruente con la decisión reciente de la Comisión de Cambios tendiente a dar más orden al mercado cambiario. Por otra parte, algunos miembros de la Junta señalaron que podría ser recomendable un relajamiento de la postura monetaria si el crecimiento económico mundial sigue deteriorándose, los precios de las materias primas continúan disminuyendo y continúan las políticas monetarias acomodaticias en el exterior. Así, todos los miembros de la Junta acordaron comunicar esta neutralidad en la postura monetaria y advertir que si las presiones inflacionarias se agudizan se ajustaría de inmediato la política monetaria al alza y que, al mismo tiempo, se deje abierta la posibilidad de que el Instituto Central baje las tasas de interés si el entorno así lo amerita.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

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, por lo que ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. 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, la Junta continuará vigilando estrechamente 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 16 de diciembre de 2011

