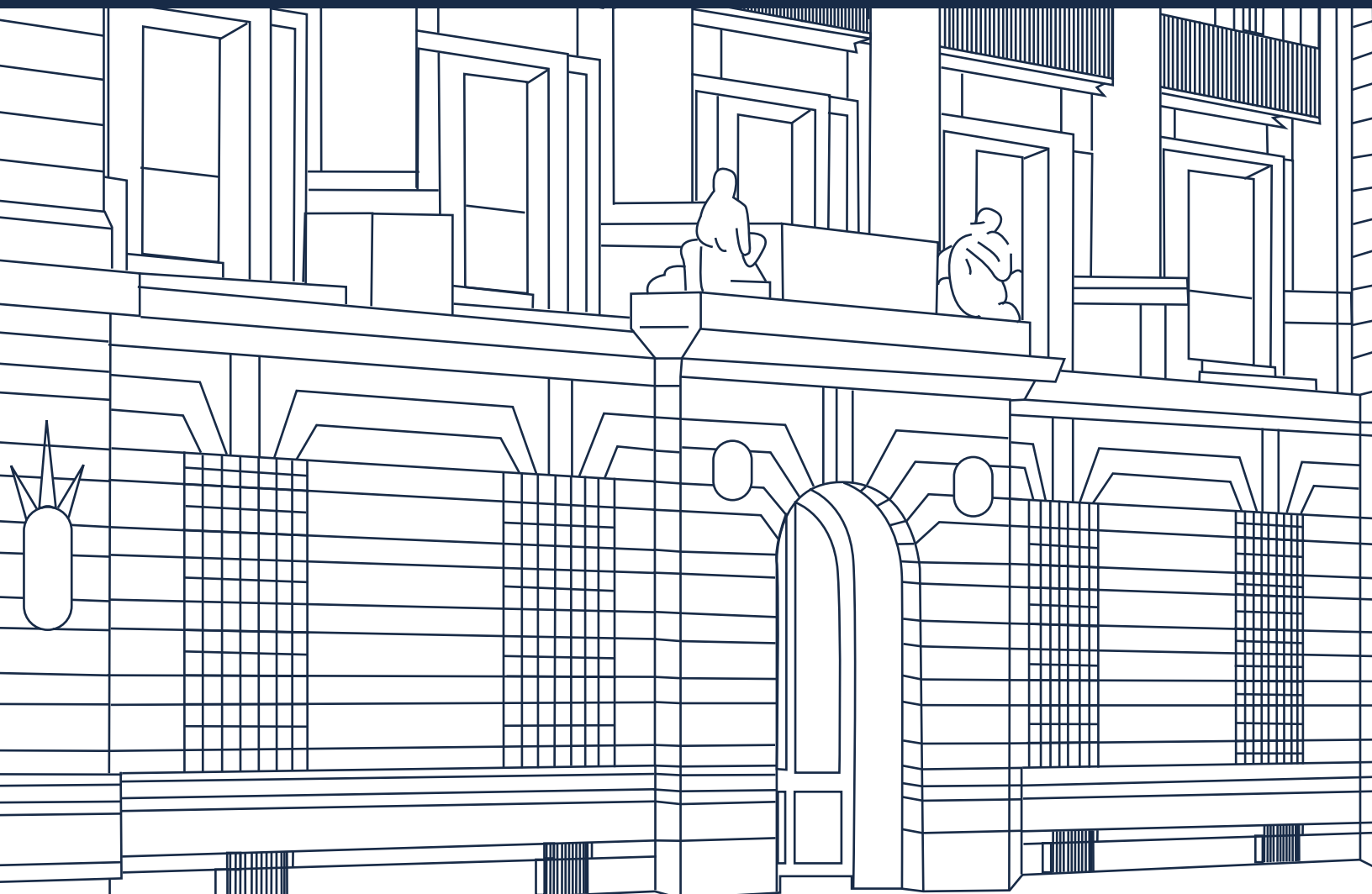




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 9

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 20 de enero de 2012



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: 19 de enero de 2012.

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.

Mtro. Gerardo Rodríguez Regordosa, Subsecretario 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.

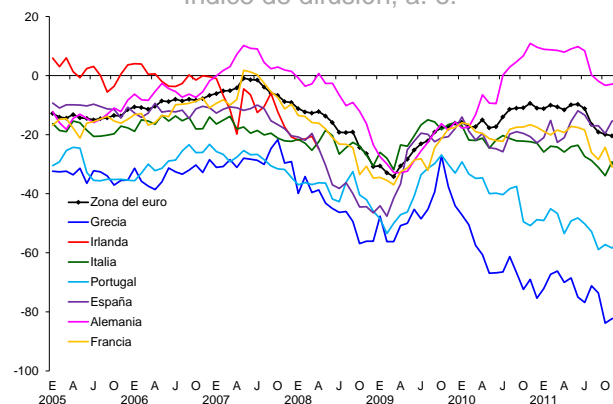
2.1. Perspectiva económica internacional

La debilidad que ha venido mostrando la actividad económica mundial se acentuó en el último trimestre de 2011 como resultado, principalmente, del deterioro de la crisis de deuda soberana en la zona del euro. Esta crisis se profundizó y se extendió, lo que se reflejó en una elevada volatilidad en los mercados financieros y en un deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Así, se prevé que este y otros

problemas estructurales de las principales economías avanzadas continúen siendo una limitante para el crecimiento mundial.

Las pérdidas por valuación de las tenencias de bonos soberanos por los bancos europeos han dificultado su fondeo, lo cual, junto con las exigencias regulatorias para elevar su nivel de capitalización, han intensificado el proceso de desapalancamiento en la zona del euro, lo que a su vez se ha retroalimentado negativamente con la actividad económica. Así, la información disponible sugiere una caída de la actividad económica de la región en el cuarto trimestre de 2011. Adicionalmente, los niveles de desempleo se han incrementado y la confianza del consumidor, en general, ha continuado muy deprimida (Gráfica 1).

Gráfica 1
Zona del Euro: Confianza del Consumidor
Índice de difusión, a. e.



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

Las dificultades para avanzar en el proceso de consolidación fiscal, aunadas a la falta de acuerdos para solucionar de una manera definitiva y oportuna la situación de los mercados de bonos soberanos, condujeron a un severo deterioro de las condiciones financieras y de liquidez en Europa. Lo anterior dio lugar a que los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en la región se mantuvieran muy elevados.

En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) implementó medidas no convencionales sin precedente para aliviar la falta de liquidez en el sistema, en particular a través de operaciones de refinanciamiento de largo plazo, la ampliación del colateral aceptable y la disminución del requerimiento de reserva bancaria. Estas medidas han contribuido de forma importante a estabilizar el funcionamiento de los mercados financieros, en

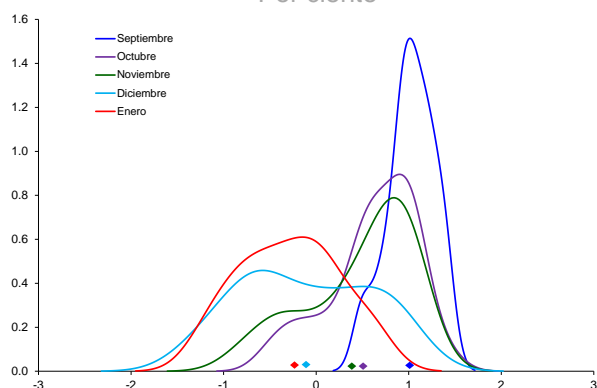
particular los de deuda soberana y de fondeo de los bancos.

Las medidas de las autoridades europeas, si bien han proporcionado alivio en las condiciones financieras, no se perciben como suficientes para eliminar la retroalimentación negativa entre riesgo soberano, tensiones en los bancos y deterioro en la actividad económica. De esta manera, aunque las medidas del BCE han contribuido a disminuir la probabilidad de un evento catastrófico, los problemas estructurales persisten y no puede descartarse la posibilidad de que un evento de este tipo ocurra.

En relación con lo anterior, una de las principales agencias calificadoras decidió a mediados de enero revisar a la baja en un nivel la calificación soberana de Francia, Austria, Eslovaquia, Eslovenia y Malta, y reducir en dos niveles las de Chipre, Italia, España y Portugal. Dicha medida ha acentuado los temores sobre la sostenibilidad fiscal de las economías de la zona del euro, sobre las presiones de fondeo de algunos bancos y la posible disminución de la capacidad efectiva de financiamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiero (EFSF por sus siglas en inglés).¹

Como reflejo de lo anterior, los pronósticos de crecimiento del PIB para 2012 en la zona del euro se han revisado a la baja y su dispersión ha aumentado, apuntando a una contracción de la economía en la primera mitad del año (Gráfica 2).

Gráfica 2
Zona del Euro: Distribución de Probabilidad de los Pronósticos de Crecimiento del PIB en 2012
Por ciento

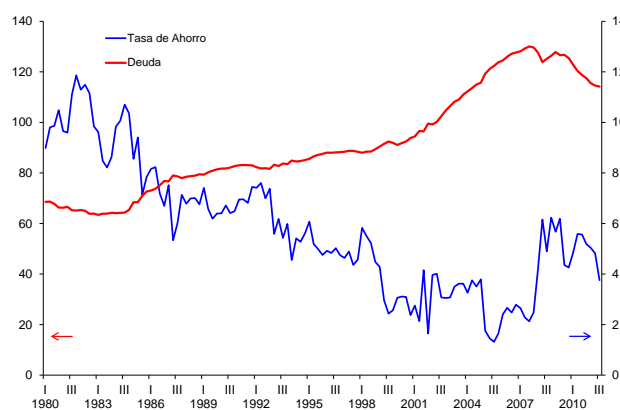


Nota: el rombo denota la media de los pronósticos.
Fuente: Consensus Forecasts.

¹ La agencia calificadora redujo también la calificación crediticia del EFSF argumentando que sus obligaciones ya no cuentan con el respaldo de garantías de países miembros con calificación "AAA" o por instrumentos con calificación "AAA".

En Estados Unidos, aun cuando la información más reciente ha mostrado una ligera mejoría, se estima que la economía crezca en 2012 a un ritmo menor de lo que se preveía hace algunos meses. Lo anterior debido, entre otros factores, a que siguen presentes los problemas estructurales y la incertidumbre derivada de la falta de acuerdos políticos para alcanzar una consolidación fiscal. En efecto, el repunte reciente observado en el consumo privado obedece, en buena medida, a la disminución en la tasa de ahorro, dado que el ingreso personal disponible ha registrado una lenta recuperación. A su vez, la mejoría del ingreso personal se ha visto limitado por la lenta recuperación del mercado laboral. A esto se añade el aún elevado nivel de la deuda de los hogares (Gráfica 3).

Gráfica 3
EUA: Tasa de Ahorro y Deuda de los Hogares
En por ciento del Ingreso Personal Disponible

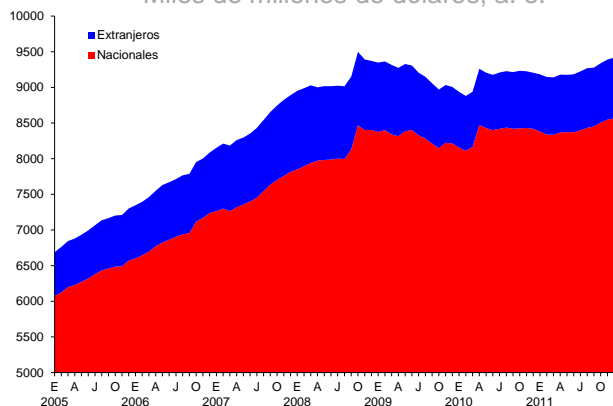


Fuente: BEA y Reserva Federal.

El proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos limitará el crecimiento de dicha economía en 2012. De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), en ausencia de una extensión de la reducción del impuesto a la nómina y de los beneficios del seguro de desempleo, el déficit público disminuiría en poco más de 2 puntos porcentuales del PIB, lo que representaría el ajuste anual más significativo en al menos cuatro décadas.

El agravamiento de la crisis de la zona del euro y el proceso de desapalancamiento no se han reflejado, hasta el momento, en un deterioro significativo en las condiciones financieras en Estados Unidos. Así, el saldo del crédito de los bancos comerciales, tanto nacionales como extranjeros, ha registrado incrementos desde mayo de 2011 (Gráfica 4).

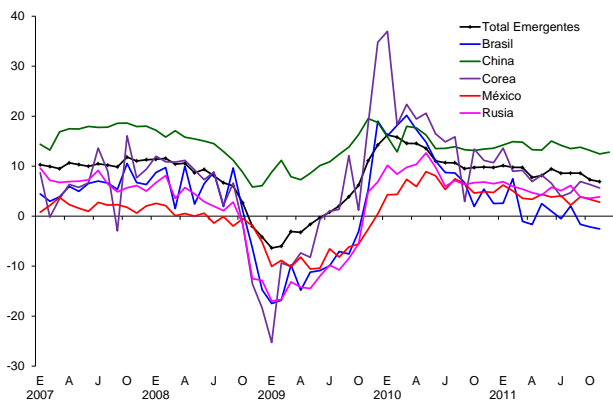
Gráfica 4
EUA: Crédito de Bancos Comerciales
Miles de millones de dólares, a. e.



a. e. Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

En lo que corresponde a la actividad en las economías emergentes, ésta siguió moderándose durante el cuarto trimestre, ante el deterioro del entorno externo y la debilidad de sus demandas internas. En particular, la producción industrial de estas economías en general ha registrado una reducción en su ritmo de expansión (Gráfica 5).

Gráfica 5
Economías Emergentes: Producción Industrial
Variación anual en por ciento



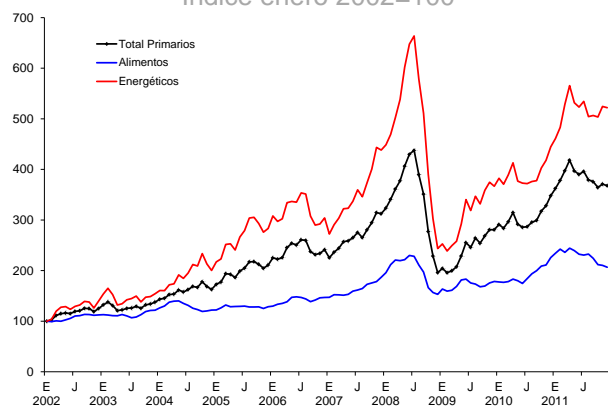
Fuente: Oficinas de Estadística Nacionales y CPB Netherlands.

El aumento de la aversión al riesgo inducido por la crisis del euro tuvo un impacto significativo en los mercados financieros de las economías emergentes. En particular, los flujos de capital a estas economías se vieron afectados. Así, en los últimos meses de 2011 los tipos de cambio de la mayor parte de estas economías registraron una depreciación y en algunos casos también se observaron caídas significativas de los índices accionarios. No obstante, como se menciona más

adelante, durante las últimas semanas las medidas adoptadas por el BCE se han reflejado en cierta mejoría en los mercados financieros internacionales.

El menor crecimiento global ha conducido a que los precios de los productos primarios continúen registrando una tendencia a la baja desde sus niveles máximos observados en el segundo trimestre de 2011 (Gráfica 6). Sin embargo, en las últimas semanas los precios de los energéticos se incrementaron como reflejo del agravamiento de tensiones geopolíticas en el Medio Oriente que amenazan el suministro de petróleo.

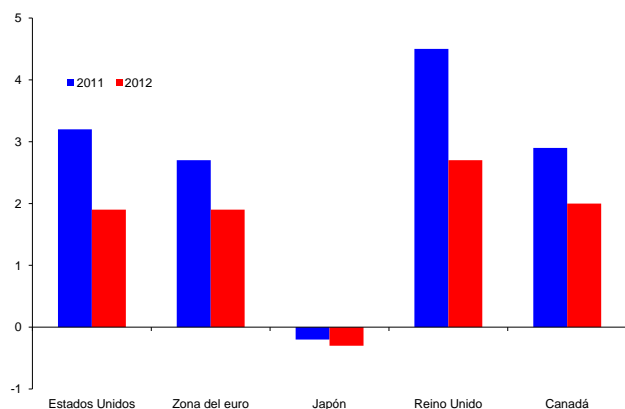
Gráfica 6
Precios de Alimentos y Energéticos
Índice enero 2002=100



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En este contexto, se espera que la inflación a nivel mundial haya presentado un punto de inflexión en 2011 y que disminuya durante 2012 (Gráfica 7). En las economías avanzadas, las presiones inflacionarias se han atenuado debido a la existencia de una amplia capacidad ociosa y a la disminución de los precios de las materias primas. Así, se anticipa que la postura de política monetaria en las economías avanzadas continúe con un sesgo expansivo, manteniendo una tasa de política excepcionalmente reducida en algunos casos y con posibilidad de recorte en otros.

Gráfica 7
Economías Avanzadas: Expectativas de
inflación para 2011 y 2012
 Por ciento



Nota: El pronóstico de 2011 se basa en la encuesta de diciembre y el de 2012 en la de enero.
 Fuente: Consensus Forecasts.

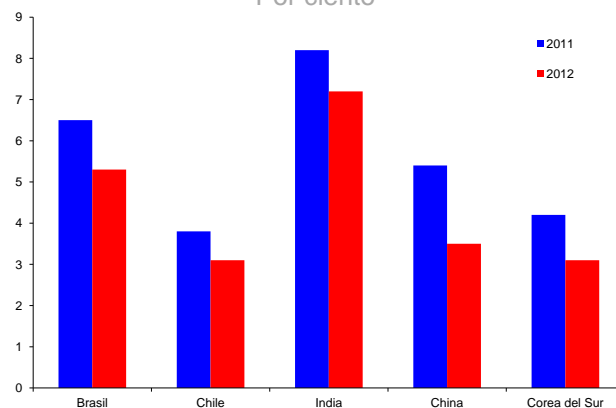
En particular, en Estados Unidos, la inflación general disminuyó de 3.5 por ciento en octubre a 3.4 por ciento en noviembre. En su reunión de diciembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de política, y afirmó que seguiría con su política anunciada en septiembre de ampliación del perfil de vencimiento de sus tenencias de activos. Adicionalmente, señaló que continuará con su política de reinversión de los vencimientos de principal de sus tenencias de valores. También reiteró que prevé que se mantenga la tasa de política en niveles muy bajos hasta mediados de 2013, dados los reducidos niveles de utilización de recursos y las perspectivas de inflación decreciente en el mediano plazo.

La inflación en la zona del euro permaneció en 3.0 por ciento de septiembre a noviembre y disminuyó a 2.7 por ciento en diciembre de 2011. El BCE redujo en 25 puntos base su tasa de política en diciembre a 1.0 por ciento, ante el impacto negativo de las tensiones financieras sobre la actividad económica y a la baja en las perspectivas de crecimiento de la región. Posteriormente, en su reunión de enero mantuvo su tasa de referencia sin cambio.

En las economías emergentes, en general, las presiones inflacionarias se han moderado y en la mayoría de éstas también se esperan tasas de inflación para 2012 menores a las de 2011. Ello a pesar del efecto que la depreciación de sus monedas tenga sobre sus inflaciones (Gráfica 8). En este contexto, los bancos centrales de la

mayoría de estos países han puesto en pausa el retiro del estímulo monetario e incluso, en varios casos, han instrumentado un mayor estímulo monetario.

Gráfica 8
Economías Emergentes: Expectativas de
Inflación para 2011 y 2012
 Por ciento



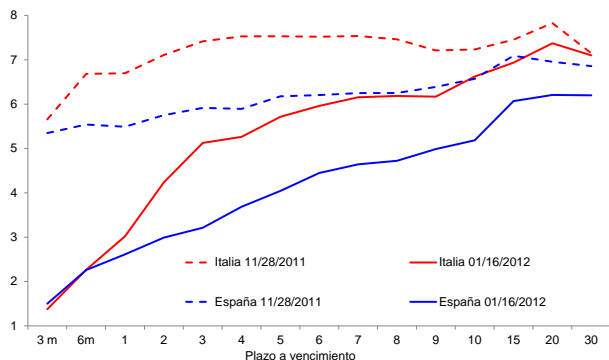
Nota: El pronóstico de 2011 se basa en la encuesta de diciembre y el de 2012 en la de enero.
 Fuente: Consensus Forecasts.

2.2. Evolución financiera reciente

En las últimas semanas persistió la preocupación respecto a la problemática fiscal de varios países europeos, así como por la salud del sistema financiero de la región. En particular, siguió preocupando el elevado monto de vencimientos de deuda soberana que diversos países europeos tendrán que financiar durante el primer semestre de 2012, así como la dificultad que podrían enfrentar las instituciones financieras para elevar sus niveles de capitalización en el entorno actual.

No obstante lo anterior, las medidas instrumentadas por los bancos centrales de los principales países desarrollados contribuyeron a que los mercados financieros presentaran una mayor estabilidad. Destacó la introducción de una nueva facilidad de liquidez ilimitada a plazo de tres años por parte del BCE, la cual contribuyó a aliviar parcialmente las presiones de financiamiento de corto plazo de la banca europea, y a reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda bancaria. En este contexto, se observó una importante disminución de las tasas de interés de bonos con vencimientos menores a 3 años. Sin embargo, las tasas de largo plazo de la mayoría de los países se mantuvieron en niveles históricamente elevados (Gráfica 9).

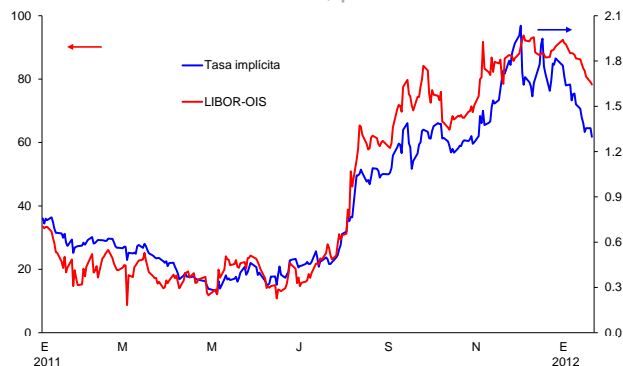
Gráfica 9
Curvas de Rendimiento de Bonos Gubernamentales de Italia y España
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Los bancos centrales de los principales países desarrollados decidieron a su vez reducir de manera coordinada la tasa de interés a la que se otorga financiamiento en dólares a través de swaps cambiarios que llevan a cabo con el Banco de la Reserva Federal. Dicha acción alivio las presiones de financiamiento en dólares que se observaban entre las instituciones financieras europeas (Gráfica 10).

Gráfica 10
Tasa Implícita de Fondeo en USD en el Mercado de Swaps a 3 meses del EURUSD y Diferencial entre la Tasa LIBOR y OIS a 3 meses en Euros
 Puntos base, por ciento



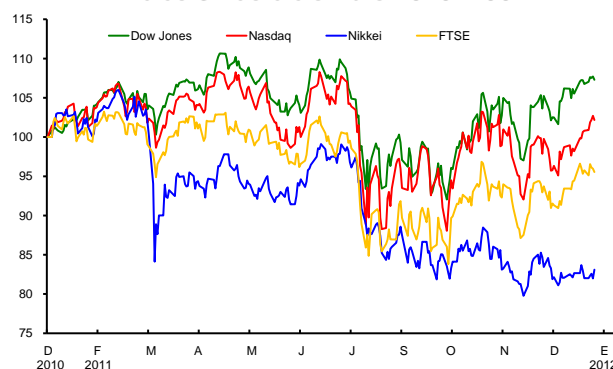
Fuente: Bloomberg.

Los anuncios recientes por parte de los líderes europeos sobre el establecimiento de medidas de disciplina fiscal más estrictas en los países de la zona del euro, incluyendo la posible definición de reglas de presupuesto balanceado, han sido logros importantes en el proceso de consolidación fiscal de la región. Sin embargo, éstos han sido todavía insuficientes para restablecer completamente la confianza de los inversionistas y de las principales

agencias calificadoras. De hecho, como ya se señaló, una de ellas redujo la calificación de varios países europeos. Si bien la reacción de los mercados financieros a estos anuncios fue limitada, la posibilidad de que continúen ocurriendo revisiones a la baja en las calificaciones de deuda soberana y bancaria en la región podría ocasionar que la base de inversionistas en estos mercados se vea disminuida en el mediano plazo y que esto acentúe los problemas de financiamiento de varios países.

Por otro lado, la ya señalada mejoría en la información económica más reciente en Estados Unidos contribuyó a que los índices accionarios presentaran alzas, revirtiendo parcialmente las importantes caídas que se observaron durante el tercer trimestre de 2011 (Gráfica 11).

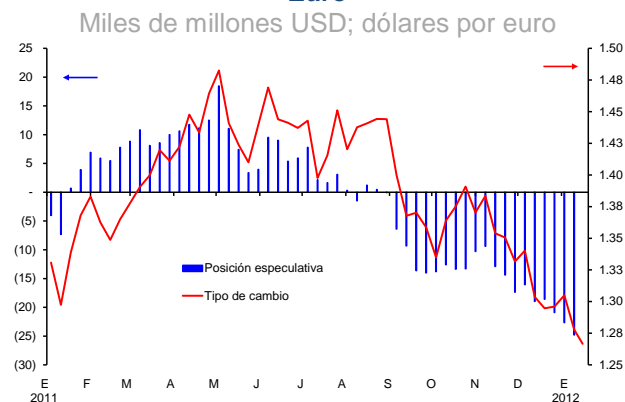
Gráfica 11
Principales Índices Accionarios
 Índice 31 de diciembre 2010=100



Fuente: Bloomberg.

En los mercados cambiarios, las principales divisas se apreciaron moderadamente frente al dólar. La excepción fueron el euro y las divisas de países que han sido más afectados por la crisis de deuda pública en Europa. Destacó el importante incremento en las posiciones especulativas cortas en euros, las cuales alcanzaron niveles históricamente elevadas, reflejando la incertidumbre que aún persiste sobre la evolución de la crisis en la zona del euro (Gráfica 12).

Gráfica 12
Posición Especulativa y Tipo de Cambio del Euro

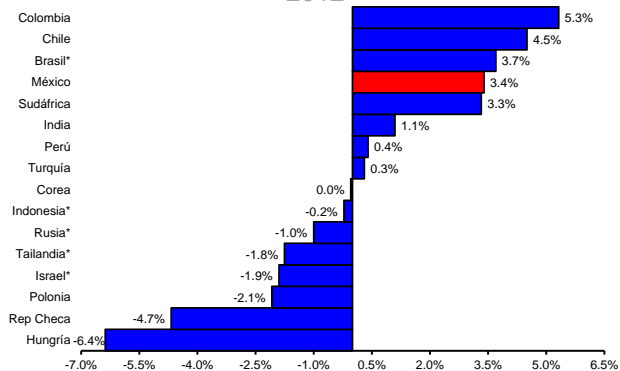


Finalmente, las tasas de interés de los principales países desarrollados, incluyendo las de Alemania, Estados Unidos y Reino Unido se mantuvieron en niveles históricamente bajos. Lo anterior debido a que se anticipa que algunos de los bancos centrales de estos países adopten políticas monetarias aún más laxas durante el primer semestre de 2012. En particular, se espera que el Banco de Inglaterra incremente el monto de sus programas de compra de activos, y que el BCE reduzca su tasa de referencia. Sin embargo, la probabilidad de un nuevo programa de compra de activos en Estados Unidos es todavía baja.

2.2.1 Mercados emergentes

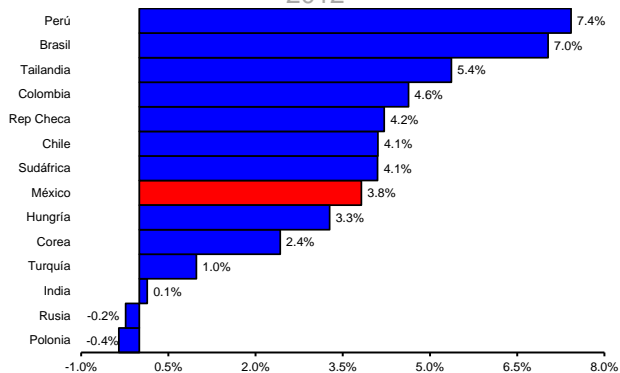
Los mercados financieros de los países emergentes presentaron en general un comportamiento positivo, que fue particularmente evidente en los países de Latinoamérica. Así, en dichos países se observaron alzas generalizadas en los índices accionarios y apreciaciones de sus divisas corrigiendo parcialmente la importante depreciación registrada en meses anteriores (Gráfica 13 y Gráfica 14). Este buen desempeño se dio a pesar de que la mayoría de los países emergentes mostraron un menor dinamismo de su actividad económica que resultó en una revisión a la baja de sus expectativas de crecimiento para el 2012.

Gráfica 13
Variación Porcentual de Divisas Seleccionadas
Periodo del 28 de noviembre al 16 de enero de 2012



*/ Países que bajaron tasas en el último trimestre de 2011.
Nota: (+) apreciación / (-) depreciación.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 14
Variación Porcentual de los Índices Accionarios para Países Seleccionados
Periodo del 28 de noviembre al 16 de enero de 2012



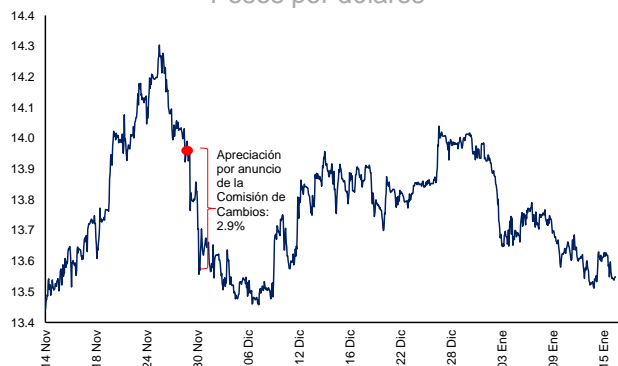
Fuente: Bloomberg.

2.2.2 Mercados en México

Los mercados financieros en México mostraron un comportamiento volátil durante el cierre de 2011. En particular, el peso registró fluctuaciones muy importantes, presentando de nueva cuenta una alta correlación con el desempeño de los mercados europeos (Gráfica 15). No obstante lo anterior, la decisión de la Comisión de Cambios de suspender el mecanismo de venta de opciones y la reintroducción de las subastas de dólares con precio mínimo modificó de manera importante el comportamiento del mercado cambiario, lo que se reflejó particularmente en una menor volatilidad del tipo de cambio (Gráfica 16). Sin embargo, durante

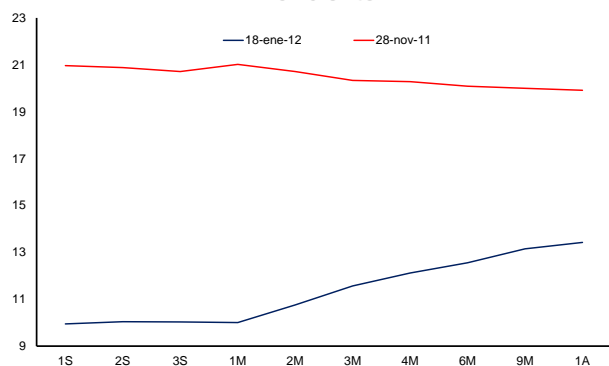
las primeras semanas de 2012 el peso mexicano registró una importante apreciación, reflejando los sanos fundamentos de nuestra economía y la menor aversión al riesgo por parte de inversionistas del exterior.

Gráfica 15
Tipo de Cambio Peso Dólar^{*/}
Pesos por dólares



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

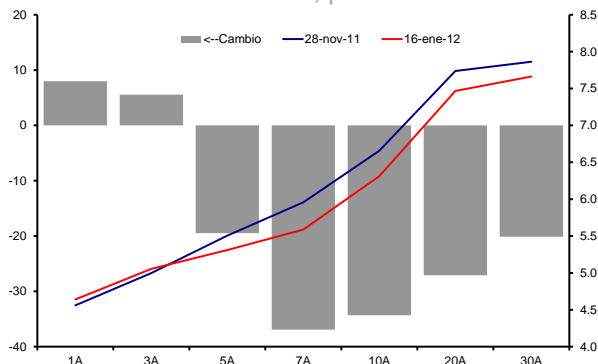
Gráfica 16
Volatilidad Implícita en las Opciones a Diferentes Plazos del Tipo de Cambio
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

En el mercado de dinero, las tasas de interés a plazos de 2 y 3 años presentaron ligeros incrementos. Por su parte, las tasas de interés de mediano y largo plazo volvieron a disminuir, reflejando la mayor demanda de bonos por parte de inversionistas extranjeros (Gráfica 17). En el mercado de Cetes destacó que se presentaron nuevamente oportunidades de arbitraje cubierto, las cuales fueron aprovechadas principalmente por inversionistas extranjeros.

Gráfica 17
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

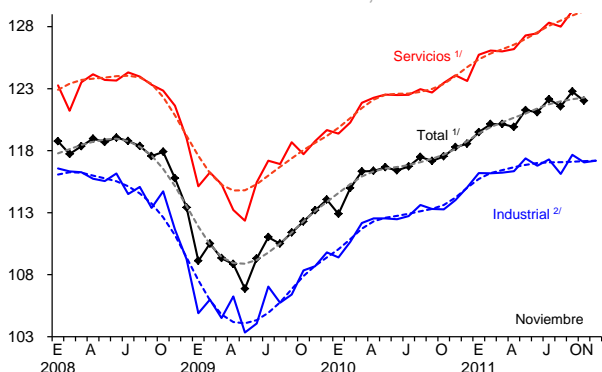
2.3.1. Actividad económica

El deterioro que ha venido presentando en los últimos meses la situación económica mundial se ha traducido en un entorno menos favorable para el crecimiento económico de México. En este contexto, los indicadores más oportunos sobre la evolución de la actividad productiva sugieren que ésta habrá mostrado una moderación en su ritmo de expansión durante el último trimestre de 2011. Este desempeño es resultado, sobre todo, de un menor dinamismo de la demanda externa, si bien también se aprecia una desaceleración en algunos componentes de la demanda interna.

En particular, durante el mes de octubre el IGAE registró una disminución mensual con datos ajustados por estacionalidad de 0.6 por ciento. Este resultado fue reflejo, en buena medida, de contracciones en el sector agropecuario y en la producción industrial. Si bien esta evolución no necesariamente indica un cambio de tendencia en la trayectoria de la economía, sí parecería sugerir una moderación en el ritmo de expansión de la misma (Gráfica 18).

Gráfica 18
Indicadores de la Actividad Económica

Índice 2003 = 100, a. e.



1/ Cifras a octubre de 2011.

2/ Cifras a noviembre de 2011.

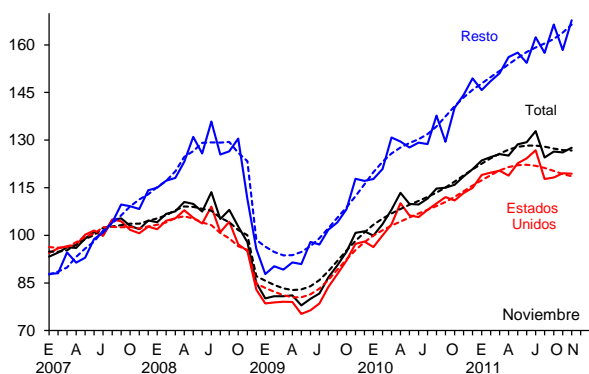
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

La contracción del sector industrial es consecuencia, en parte, de la desaceleración observada en la producción manufacturera. Lo anterior, a su vez, refleja el hecho de que en el cuarto trimestre continuó disminuyendo el dinamismo de las exportaciones manufactureras, especialmente de aquellas dirigidas a Estados Unidos (Gráfica 19).

Gráfica 19
Exportaciones Manufactureras Totales

Índice 2007 = 100, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.

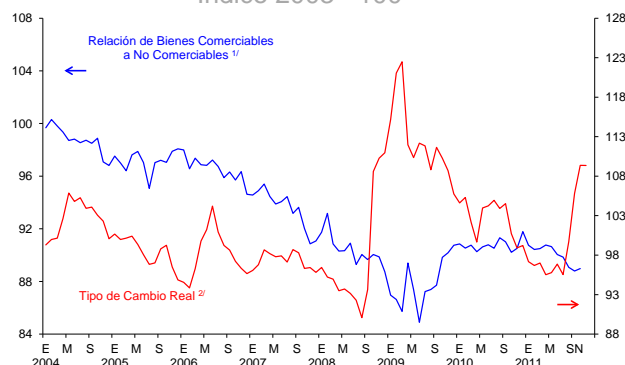
Fuente: Banco de México.

El desempeño relativo de la producción manufacturera y de los servicios en los últimos meses, como reflejo de la pérdida de dinamismo de la demanda externa, ha conducido a que la producción de bienes comerciables relativa a la de no comerciables tendiera a disminuir (Gráfica 20). Esto sugiere que la reciente depreciación del tipo

de cambio refleja, en parte, un choque real derivado del deterioro de las condiciones externas y sus consecuencias sobre las perspectivas de crecimiento económico de México. En este contexto, se espera que un tipo de cambio real más depreciado, en relación a lo registrado en la primera mitad de 2011, eventualmente atenúe parte de los efectos negativos de una demanda externa menos vigorosa, al conducir a una recomposición sectorial de la economía hacia una mayor participación del sector de bienes comerciables en relación al sector de bienes no comerciables.

Gráfica 20
Tipo de Cambio Real y Relación de Bienes Comerciables a No Comerciables

Índice 2003 = 100



1/ Cifras a octubre de 2011.

2/ Bilateral con Estados Unidos. Cifras a noviembre de 2011.

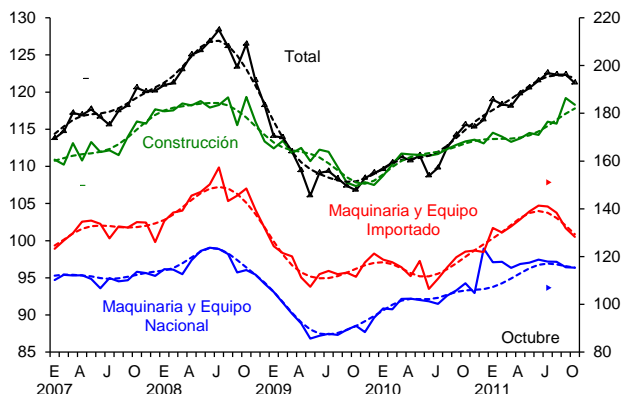
Fuente: Banco de México, INEGI.

En lo referente al gasto interno, algunos indicadores sugieren que el consumo privado continuará presentando una trayectoria positiva, no obstante ligeramente menos dinámica que en los trimestres anteriores. En particular, durante el último bimestre del año las ventas de la ANTAD siguieron mostrando una tendencia creciente, si bien a un ritmo de crecimiento ligeramente menor al de los bimestres previos. Es de mencionar que la implementación del programa "El Buen Fin" condujo, en parte, a que se observara un adelanto en las compras navideñas, por lo que dichas ventas registraron una disminución en términos ajustados por estacionalidad en diciembre.

Adicionalmente, la información más reciente sobre la inversión privada sugiere un posible punto de inflexión en su comportamiento en el cuarto trimestre de 2011. En particular, se ha observado una importante pérdida de dinamismo en el gasto de inversión en maquinaria y equipo, en especial en

lo que corresponde a las importaciones de bienes de capital (Gráfica 21).

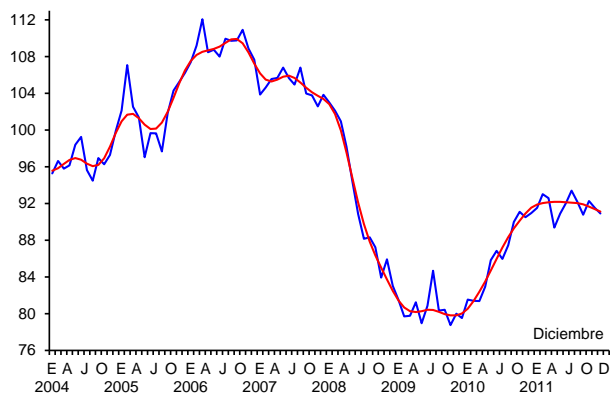
Gráfica 21
Inversión y sus Componentes
Índice 2005=100, a. e.



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

En el contexto descrito, algunos indicadores prospectivos son congruentes con la desaceleración que ha mostrado el sector industrial y sus posibles consecuencias sobre el desempeño del mercado interno. En particular, el índice de confianza del consumidor presentó disminuciones en los últimos dos meses de 2011. Esto refleja, sobre todo, una tendencia a la baja en los componentes de este índice relacionados a la percepción de la situación actual y a las perspectivas de la economía (Gráfica 22).

Gráfica 22
Índice de Confianza del Consumidor
Enero 2003 =100, a. e.



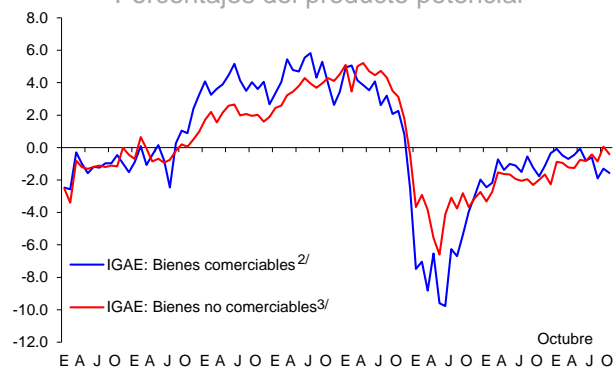
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor, INEGI y Banco de México.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

La moderación en el ritmo del crecimiento de la economía durante el último trimestre de 2011 sugiere que la brecha del producto ha continuado cerrándose a un ritmo menor al anticipado, por lo que no se observaron presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada. En particular, destaca que la velocidad a la que se ha venido cerrando la brecha ha sido distinta en los sectores productores de bienes comerciables y de bienes no comerciables. En efecto, mientras la brecha del producto de bienes no comerciables se encuentra cerca de cero, el menor impulso proveniente de la demanda externa ha conducido a que la brecha de los bienes comerciables se mantuviera en terreno negativo y volviera a ampliarse en los últimos meses.

Gráfica 23
Estimación de la Brecha del Producto
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.

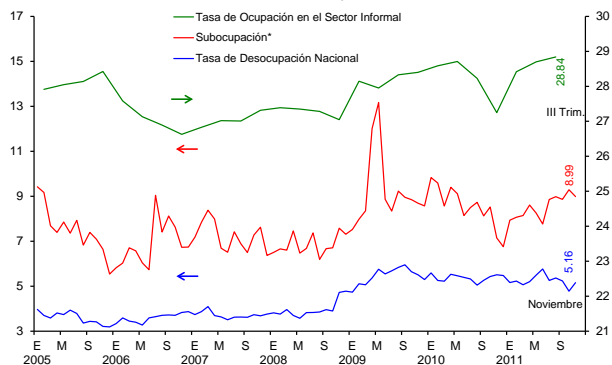
2/ Comprende Minería y Manufacturas.

3/ Comprende Servicios, Construcción y Electricidad, Gas y Agua.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

De manera congruente con lo anterior, los indicadores del mercado laboral sugieren que persisten condiciones de holgura en dicho mercado, no obstante el elevado crecimiento registrado por el número de trabajadores asegurados en el IMSS. En particular, tanto la tasa de desocupación, como la tasa de ocupación en el sector informal y la tasa de subocupación, permanecen en niveles significativamente superiores a los observados antes del inicio de la crisis global (Gráfica 24).

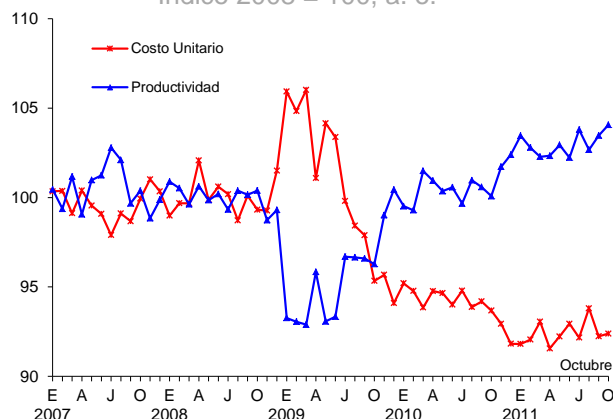
Gráfica 24
Tasas de Subocupación y de Desocupación y
Tasa de Ocupación en el Sector Informal
 Por ciento, a. e.



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

Estas condiciones en el mercado laboral se han reflejado en alzas salariales moderadas. Dicha evolución, junto con la tendencia que ha mostrado la productividad media del trabajo, ha coadyuvado a que los niveles de los costos unitarios de la mano de obra continúen en niveles bajos (Gráfica 25). Esto, a su vez, ha contribuido a que no se generen presiones sobre los precios derivados de las condiciones en el mercado laboral.

Gráfica 25
Productividad y Costo Unitario de la Mano de
Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 2008 = 100, a. e.



a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

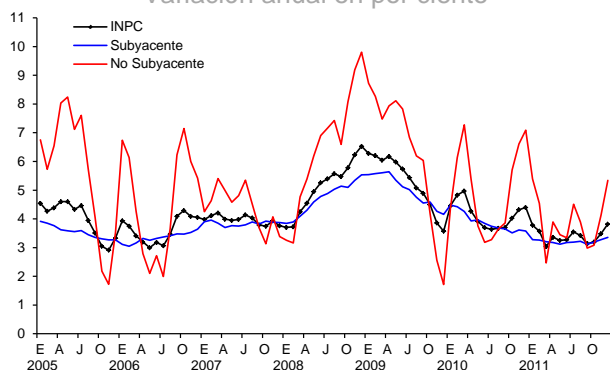
El financiamiento al sector privado no financiero ha continuado expandiéndose, si bien a un ritmo ligeramente menor al observado en el trimestre anterior. A pesar de que persiste la incertidumbre y la aversión al riesgo en los mercados internacionales, las empresas han seguido obteniendo financiamiento a través de los mercados de deuda externo e interno. En el mismo sentido, el crédito bancario otorgado tanto a las empresas como a los hogares continúa creciendo, si bien el crédito a las empresas se ha desacelerado marginalmente en meses recientes. De este modo, la dinámica del financiamiento al sector privado no financiero no ha mostrado hasta el momento fuertes señales de debilitamiento ante el reciente deterioro del entorno financiero internacional, ni apunta hacia posibles problemas de sobrecalentamiento de la economía o presiones sobre las tasas de interés.

Una depreciación del tipo de cambio real, como la observada recientemente en el país, conlleva ajustes en el precio relativo de las mercancías respecto a los servicios. En la coyuntura actual para México, ello podría implicar un aumento temporal de la inflación anual de las mercancías, que dado el bajo traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación en el pasado, se esperaría que sea moderado y se concentre en los horizontes de menor plazo. En contraste, en la inflación de los servicios se espera que la depreciación cambiaria no tenga un efecto sobre la inflación.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

El aumento que presentó la inflación general anual entre la primera quincena de noviembre y en diciembre del mismo año fue resultado de fenómenos transitorios que reflejan fundamentalmente cambios en precios relativos en la economía. Así, dicho aumento fue producto, en lo principal, del comportamiento del componente no subyacente del INPC. En diciembre de 2011 la inflación general anual se situó en 3.82 por ciento y la inflación subyacente anual en 3.35 por ciento (en la primera quincena de noviembre estas cifras fueron 3.44 y 3.23 por ciento, respectivamente, (Gráfica 26 y Cuadro 1).

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



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

Los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios exhibieron respectivamente variaciones anuales de 4.52 y 2.40 por ciento en diciembre de 2011 (en la primera quincena de noviembre estos datos fueron 4.29 y 2.35 por ciento). El incremento en la inflación del subíndice de las mercancías obedeció, principalmente, a una mayor tasa de crecimiento de los precios de las mercancías distintas a los alimentos, cuyo nivel si bien fue relativamente bajo al situarse en diciembre en 2.39 por ciento, representó una elevación respecto al dato de la primera quincena de noviembre (1.92 por ciento). Es pertinente señalar que en diciembre de 2011 casi la mitad de la canasta de este grupo registró niveles de inflación anual inferiores a 2 por ciento y que sólo 27 por ciento de dicha canasta tuvo tasas mayores a 4 por ciento. Adicionalmente, conviene señalar que las mercancías distintas a los alimentos que influyeron en el incremento de la inflación de este grupo y que presentaron tasas de inflación elevadas se caracterizan por tener como insumo derivados de la res (e.g. el jabón para lavar o el alimento para mascotas que utilizan el cebo de res) cuyo precio a nivel internacional fue afectado por la sequía en América del Norte. Sin embargo, es previsible que los precios de este insumo desciendan una vez que se regularice la producción de res.

En lo que toca al grupo de los alimentos, bebidas y tabaco dentro del subíndice subyacente de mercancías, la variación anual disminuyó moderadamente entre la primera quincena de noviembre y diciembre de 2011 al pasar de 7.37 a 7.32 por ciento. Esta disminución en gran parte fue impulsada por el inicio del desvanecimiento de algunos choques que se presentaron en el mismo

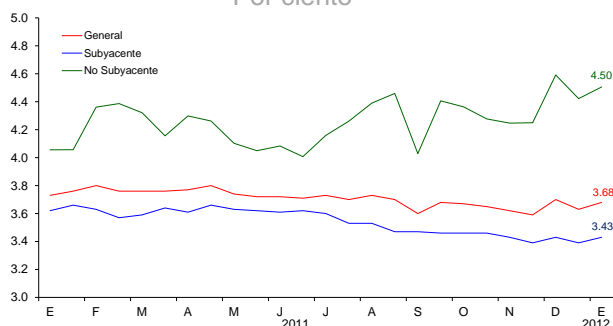
periodo de 2010, destacando especialmente el caso de los cigarrillos. Por otra parte, el elevado nivel que se observa en la tasa de crecimiento anual de este grupo obedece en lo principal a las elevadas variaciones anuales que exhibieron los precios de dos productos: tortilla de maíz y azúcar.

En lo que corresponde a la variación anual del índice de precios no subyacente, en diciembre de 2011 ésta se situó en 5.34 por ciento (en la primera quincena de noviembre fue 4.11 por ciento). La mayor contribución a este resultado provino del grupo de los productos agropecuarios cuya inflación anual en el mes de referencia fue 3.73 por ciento (en el periodo de comparación previo fue 0.72 por ciento). Ello obedeció a alzas en los precios de productos cárnicos y de los que corresponden a algunas hortalizas, entre las que destaca el jitomate. Por otra parte, la tasa de crecimiento anual del subíndice de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno pasó de 5.89 a 6.19 por ciento entre la primera quincena de noviembre y diciembre.

Las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado no se han visto afectadas por el reciente repunte de la inflación, que, como se mencionó, obedece fundamentalmente a cambios en precios relativos de la economía. Así, las correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo han permanecido estables. Únicamente las de corto plazo y en particular las asociadas al componente no subyacente registraron un incremento moderado en las últimas semanas.

De acuerdo a la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros realizada por Banamex el 5 de enero de 2012 (Gráfica 27), el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 se ubicó en 3.68 por ciento, nivel ligeramente superior al 3.59 por ciento registrado en la encuesta del 17 de noviembre de 2011. Por su parte, la media de las expectativas del componente subyacente permaneció prácticamente sin cambios situándose en 3.43 por ciento en el referido lapso. Sin embargo, la expectativa implícita para el componente no subyacente para este horizonte presentó un repunte de 4.25 a 4.50 por ciento en el periodo señalado.

Gráfica 27
Expectativas de Inflación General, Subyacente y
No Subyacente para el Cierre de 2012
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex.

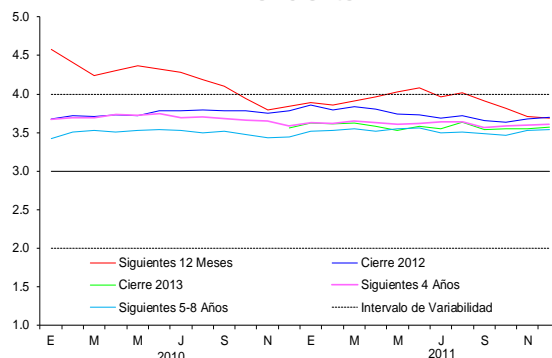
Adicionalmente, conviene destacar que el aumento en las expectativas de inflación no subyacente implícitas en las encuestas es resultado de incrementos únicamente en las expectativas de inflación mensual para los primeros tres meses del año, mientras que las correspondientes al resto de los meses del año han permanecido sin cambio. Lo anterior es congruente con el efecto de corto plazo que se esperaba tenga un cambio en precios relativos sobre la inflación.

En lo que corresponde a las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo, cabe señalar que de acuerdo a la última encuesta realizada por el Banco de México, éstas no han presentado variaciones importantes en los últimos meses. En particular, el promedio de las expectativas para 2013 se mantuvo en 3.6 por ciento, para los siguientes 4 años permaneció alrededor de ese mismo nivel, 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 y no se han visto afectadas por la depreciación del tipo de cambio (Gráfica 28).

Hasta ahora, el ajuste en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios inducido por la depreciación cambiaria no ha afectado a los precios de bienes y servicios que no estén directamente relacionados con dicho proceso. De esta manera, se anticipa que el efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación general será temporal y continúe sin afectar el proceso de formación de

precios en la economía. Lo anterior, debido a la evidencia estadística del bajo traspaso de movimientos cambiarios a la inflación y a la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, caracterizada por un entorno en el que prevalecen condiciones de holgura, que podría limitar aún más el traspaso del incremento en costos a los precios.

Gráfica 28
Expectativas de Inflación General para
Diferentes Horizontes
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

En lo que se refiere al pronóstico para la inflación en 2012, se estima que su desempeño será congruente con el proceso de convergencia hacia el objetivo permanente de 3 por ciento considerando el intervalo de variabilidad de +/- un punto porcentual alrededor de dicho nivel. Este comportamiento será influido en gran parte por cinco elementos: i) la desaceleración de la actividad económica; ii) condiciones de holgura en el mercado laboral; iii) reducción en el costo de uso de la telefonía móvil; iv) desinflación mundial, y v) la posibilidad de que un entorno más favorable en los mercados financieros internacionales se refleje en una apreciación del tipo de cambio. Así, para la trayectoria prevista para la inflación general anual en 2012 se considera que lo más probable es que ésta se situé entre 3 y 4 por ciento, en congruencia con lo señalado en el último Informe sobre la Inflación.

La trayectoria proyectada sobre la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos. Al alza, destaca la posibilidad de choques financieros del exterior y de repuntes en algunos precios agropecuarios. Como riesgos a la baja se tiene, por un lado, un mayor debilitamiento de las demandas externa e interna y, por otro, que continúe mejorando la percepción relativa del riesgo México en el ámbito internacional.

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

Concepto	Diciembre 2010	Noviembre 1q 2011	Diciembre 2011
INPC	4.40	3.44	3.82
Subyacente	3.58	3.23	3.35
Mercancías	3.82	4.29	4.52
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	7.37	7.32
Mercancías no Alimenticias	3.38	1.92	2.39
Servicios	3.36	2.35	2.40
Vivienda	2.64	2.06	2.04
Educación (Colegiaturas)	4.64	4.19	4.19
Otros Servicios	3.58	2.14	2.27
No Subyacente	7.09	4.11	5.34
Agropecuarios	6.96	0.72	3.73
Frutas y Verduras	14.00	-8.32	-4.37
Pecuarios	2.46	7.30	9.76
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.16	5.89	6.19
Energéticos	6.44	7.73	8.30
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	2.58	2.39

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.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que las perspectivas sobre el crecimiento de la actividad económica global se han deteriorado, a pesar de que la probabilidad de un evento catastrófico ha disminuido. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, si bien la actividad económica en México continúa expandiéndose, su tasa de crecimiento ha presentado una moderación y el balance de riesgos para el crecimiento continuó deteriorándose. Para un miembro este balance ha mejorado a consecuencia de las perspectivas de Estados Unidos. Respecto al balance de riesgos para la inflación, algunos miembros de la Junta señalaron que éste se mantiene neutral, otros afirmaron que ha empeorado, mientras que uno indicó que ha mejorado.

En lo que respecta al crecimiento mundial, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que sus perspectivas han continuado deteriorándose. Asimismo coincidió en que persiste la elevada volatilidad y la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, si bien también reconoció que el riesgo de un evento catastrófico originado por los problemas en Europa ha disminuido. En este sentido, un miembro de la Junta recalcó que se ha entrado en un proceso de franca desaceleración que, si bien se ha centrado en Europa, ha tenido repercusiones importantes en todas las regiones del mundo. En este contexto, otro miembro de la Junta agregó que se espera que Europa y Estados Unidos crezcan por debajo de su potencial respectivo por un periodo prolongado de tiempo.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta argumentó que algunos indicadores recientes han mostrado señales favorables. En particular, un miembro de la Junta mencionó que la tendencia descendente del desempleo, aunada al desendeudamiento moderado de los hogares y la mejoría de los indicadores manufactureros, de consumo y de

confianza, son señales positivas de reactivación de la economía. Así, algunos miembros de la Junta señalaron que los pronósticos de crecimiento del PIB y de la producción industrial para la economía estadounidense han venido mejorando, si bien se estima que la producción industrial crezca por debajo de la observada en 2011. Sin embargo, un miembro de la Junta recalcó que la mejoría en la actividad económica ha sido en el margen y que todavía existen elevados riesgos a la baja. En este sentido, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que el crecimiento de la economía estadounidense se podría llegar a ver afectado por la falta de acuerdos para alcanzar la consolidación de sus finanzas públicas, mientras que algunos miembros de la Junta también destacaron la debilidad de la economía europea como un riesgo adicional para el desempeño de la economía estadounidense. Asimismo, algunos miembros de la Junta señalaron que en Estados Unidos persisten los problemas en el mercado de vivienda, que el nivel de desempleo permanece alto y que el sobreendeudamiento de los hogares sigue presentando un riesgo importante.

Respecto a la situación económica en Europa, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la probabilidad que los mercados asignan a que se materialice un evento catastrófico en esa región ha disminuido. Un miembro de la Junta atribuyó esto a las medidas instrumentadas por el Banco Central Europeo ofreciendo liquidez a tres años por montos ilimitados, ampliando la variedad de títulos que pueden fungir como colateral, y disminuyendo los requisitos de reservas de manera que los bancos tengan mayor acceso a liquidez. Afirmó que la medida ha disminuido la posibilidad de un episodio de riesgo sistémico a pesar de que la situación no está resuelta por completo, ya que falta lograr una congruencia entre la política macroeconómica y el régimen cambiario, implementar reformas estructurales y realizar un ajuste fiscal. En este contexto, un miembro recalcó que el riesgo de un evento catastrófico no ha desaparecido, mientras que otro miembro advirtió que éste implica un gran riesgo para la estabilidad financiera global con posibles presiones sobre muchas monedas, incluyendo al peso. Además, algunos miembros de la Junta consideraron que, aun con la reducción de la probabilidad de un evento de riesgo sistémico, todavía se espera una situación de bajo crecimiento a nivel mundial debido, principalmente, a la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal.

Profundizando en lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta señaló la persistencia de la incertidumbre financiera y de los problemas fiscales de Europa y recalcó que estos factores, aunados al proceso de desapalancamiento de los bancos, han generado una contracción muy importante del crédito, lo que se ha reflejado en una desaceleración de la actividad económica. Un miembro concluyó que este entorno se ha traducido en uno de mayor aversión al riesgo y en mayores diferenciales entre las tasas de interés de bonos corporativos y gubernamentales. Asimismo, recalcó que los precios de las coberturas de impago de bonos soberanos se mantuvieron elevados en la zona del euro y que continuó la tendencia de depreciación del euro frente al dólar. Además recalcó que se redujeron las calificaciones de deuda de nueve países incluyendo a Francia, así como la del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Al respecto, otro miembro de la Junta enfatizó que la crítica situación de Grecia podría generar nuevas olas de contagio y que las exigencias para recapitalizar a los bancos de la zona podrían conducir a Europa a una recesión. Un miembro más señaló que en tanto no haya una solución a los problemas de la región, eso será un factor de volatilidad para los mercados financieros internacionales. Así, algunos miembros de la Junta señalaron que los pronósticos para la región en efecto sugieren una contracción económica, si bien uno apuntó que para 2013 se espera un crecimiento para la zona del euro mayor que el previsto para 2012.

Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que las economías emergentes han presentado una reducción en sus tasas de crecimiento económico. Asimismo, un miembro de la Junta agregó que las economías emergentes también han presentado una reducción en los flujos de capital que reciben del extranjero.

En lo que corresponde a la inflación mundial, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que para 2012 se espera que ésta descienda, si bien en menor grado para el caso de las economías emergentes. Algunos miembros consideraron que la desaceleración económica mundial ha contribuido a aminorar las presiones inflacionarias. Asimismo, algunos miembros de la Junta argumentaron que estas expectativas son también consecuencia de las menores presiones provenientes de los precios de las materias primas, en particular del maíz y del trigo. Añadieron que, por consiguiente, muchos países, destacando Brasil y Chile, han relajado su política monetaria, a pesar

de haber experimentado una depreciación cambiaria. Por su parte, otro miembro de la Junta identificó como riesgos al alza para la inflación, en especial en países emergentes, las presiones cambiarias y las alzas de precios de algunas materias primas, y recordó que durante el año pasado se observó en promedio una tendencia ascendente de la inflación general y subyacente de los países miembros de la OCDE. Finalmente, otro miembro de la Junta apuntó que la situación política en Irán significa un riesgo al alza para los precios de los energéticos.

En cuanto a la actividad económica en México, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, si bien ésta continúa expandiéndose, su tasa de crecimiento ha presentado una moderación. Por una parte, en relación a los indicadores que reflejan la tendencia positiva de la actividad económica, un miembro de la Junta mencionó que el crecimiento de la producción en 2011 fue significativo, aproximadamente de 4 por ciento, el cual provino principalmente de la expansión del sector servicios y de la industria, en particular del sector de la construcción. Además, afirmó que los indicadores de actividad manufacturera continúan reflejando la expansión del sector y que recientemente el uso de la capacidad instalada del sector manufacturero alcanzó niveles similares a los observados antes de la crisis. Asimismo, algunos miembros de la Junta apuntaron que las ventas sugieren que el consumo mantuvo su ritmo de expansión y que también continúa la creación de empleos formales, así como el dinamismo del financiamiento y del crédito bancario al sector privado. Por otra parte, entre las señales de un menor dinamismo, algunos miembros de la Junta destacaron que se observa una desaceleración en las exportaciones y en algunos componentes de la demanda interna, en particular en los niveles de inversión. Asimismo, argumentaron que continúa observándose holgura en el mercado laboral y que la brecha del producto se ha cerrado a un ritmo más lento que el anticipado. Un miembro de la Junta señaló que el tránsito de la actividad económica a la fase baja del ciclo ha sido gradual y ordenado.

Respecto a las expectativas de crecimiento para México, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que se anticipa una moderación en la tasa de expansión de la economía, lo que se reflejará en un crecimiento menor en 2012 que en 2011. La mayoría de los miembros recalcó que prevalece la holgura tanto en el mercado laboral, como en los niveles de actividad económica. Al respecto, otro miembro de la Junta señaló que las expectativas de

crecimiento son positivas, ya que las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 se ubican por arriba del crecimiento promedio de los últimos quince años, si bien son ligeramente inferiores al crecimiento esperado para 2011. Sin embargo, un miembro de la Junta mencionó que la inversión ha mostrado cifras negativas en el margen por varios meses, principalmente en el sector manufacturero, recalcando que el crecimiento futuro depende en gran medida de los niveles de inversión presentes. Además señaló como factores limitantes al crecimiento la falta de reformas estructurales y precisó el hecho de que no se espera que el crecimiento de Estados Unidos sea un estímulo significativo para México en los años venideros.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta indicó que el balance de riesgos para la actividad económica se ha deteriorado. Sin embargo, un miembro de la Junta argumentó que el balance de riesgos ha mejorado a consecuencia de las mejores perspectivas de Estados Unidos. Por su parte, otro miembro indicó que, si bien los riesgos siguen latentes, éstos no se han deteriorado desde la anterior sesión.

En cuanto a la inflación en México, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que el reciente incremento en la inflación general se debió principalmente a un aumento en la inflación no subyacente, a lo que un miembro agregó que el incremento es marginal y que se debe a factores temporales que no parecerían haber tenido efectos secundarios de relevancia. Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que la inflación subyacente continúa mostrando un comportamiento favorable. Sin embargo, un miembro indicó que dicha inflación resultó mayor a lo esperado en 2011 e interrumpió su tendencia a la baja. Otro miembro argumentó que, una vez ajustada por factores estacionales, la tendencia de la inflación mensual subyacente es decreciente y que existe una percepción de que se mantendrá en niveles bajos. Por su parte, un miembro de la Junta señaló el aumento que presentó en el último bimestre la inflación general y subyacente tanto para las mercancías, como para los servicios, y agregó que, en términos mensuales, en diciembre de 2011 la inflación general observada fue la más alta de los últimos diez años y la subyacente la segunda más alta, si bien la inflación promedio durante 2011 fue históricamente baja. Adicionalmente, afirmó que aproximadamente 40 por ciento de los genéricos del índice general y del subyacente registraron variaciones anuales superiores al 4 por ciento en el último mes del año

2011. Ante estas aseveraciones, un miembro de la Junta contestó que la inflación de los servicios continúa en niveles notablemente bajos, al tiempo que otro miembro señaló que el alza en los alimentos se debió principalmente al aumento en el precio de la tortilla, mientras que en el resto de las mercancías ésta se debió únicamente a los precios de algunos genéricos particulares.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas y algunos apuntaron que dado el bajo traspaso del tipo de cambio a la inflación, éstas no se han modificado. Un miembro de la Junta agregó que una evaluación de las expectativas sugiere que los analistas siguen considerando que los choques a la inflación han sido estrictamente temporales. Asimismo, explicó que la compensación por inflación, implícita en los bonos, ha venido cayendo de manera importante y que las expectativas de mediano y largo plazo han sido estables. Algunos miembros señalaron que las expectativas de inflación se mantienen por arriba del objetivo permanente a todos los plazos. Un miembro de la Junta señaló que las expectativas de corto plazo se han deteriorado con base en distintas encuestas entre analistas del sector privado. Agregó que en varias corredurías se estiman inflaciones anuales superiores a cuatro por ciento para algunos meses de 2012. Asimismo, algunos miembros argumentaron que, aunque en la mayoría de los países se espera una inflación menor en 2012 que en 2011, éste no es el caso de México. Por su parte, un miembro de la Junta expresó preocupación de que incrementos continuos en la inflación pudieran contaminar las expectativas, deteriorando así la trayectoria futura de la inflación. No obstante, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que en 2012 la inflación general y subyacente serán congruentes con el último Informe sobre la Inflación del Banco de México.

En este contexto, algunos miembros de la Junta señalaron que el balance de riesgos para la inflación se mantiene neutral, otros miembros afirmaron que este balance ha empeorado, mientras que uno más indicó que éste ha mejorado. Abundando sobre ello, la mayoría de los miembros de la Junta reconoció que existen algunos riesgos a la baja para la inflación. En particular, algunos miembros señalaron que no anticipan presiones inflacionarias provenientes del sector externo debido a la disminución del crecimiento mundial, ya que se podría reducir la demanda por productos de exportación de nuestro país, además de aminorar presiones sobre el precio de las materias primas. A

lo anterior habría que añadir que una mayor estabilidad potencial en los mercados financieros del exterior podría inducir una apreciación adicional de la moneda nacional, lo que favorecería la evolución de los precios en la economía. Asimismo, otro miembro de la Junta añadió que el deterioro en la percepción sobre los niveles de inseguridad pública en algunas localidades del país podría generar presiones inflacionarias a la baja.

Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que también existen riesgos al alza para la inflación. En particular, un miembro mencionó que la inflación general de 2011 resultó ser mayor a lo previsto por los analistas y que el subsidio a los combustibles implica un elevado costo fiscal que podría tornarse inaceptable en el futuro. Además, la mayoría destacó el posible aumento en los precios de los bienes agropecuarios derivado de las sequías. Respecto a esto, un miembro de la Junta arguyó que el posible cambio en los precios relativos de frutas y verduras derivado de las sequías podría implicar cambios temporales que no se traducen en un crecimiento sostenido del nivel general de precios, y que el desvanecimiento del impuesto al tabaco tendrá efectos positivos sobre la inflación. Además, un miembro de la Junta afirmó que algunos factores temporales que ayudaron a la moderación de la inflación en 2011 podrían no repetirse, como es el caso de las variaciones relativamente menores del componente no subyacente.

La Junta llevó a cabo una discusión acerca de la evolución reciente del tipo de cambio, sus determinantes y su impacto sobre los precios. Así, la mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que recientemente se ha observado una apreciación del peso frente al dólar. Además, un miembro de la Junta afirmó que los analistas no anticipan una mayor depreciación del tipo de cambio y que, por el contrario, esperan que el peso se revalúe aún más. La mayoría de los miembros de la Junta agregó que el comportamiento reciente y las previsiones del tipo de cambio se sustentan en los sólidos fundamentos de la economía de nuestro país. Entre los factores que contribuyeron a la reciente apreciación, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó la disminución en la inestabilidad financiera en los mercados internacionales. Al respecto, algunos miembros argumentaron que dicha apreciación también se explica por la búsqueda de rendimientos de los inversionistas que generó una gran entrada de capitales hacia México. Un miembro añadió que la menor volatilidad en los mercados financieros

también se tradujo en un desplazamiento a la baja en la curva de rendimientos. Asimismo, otro miembro de la Junta mencionó que el sesgo implícito hacia la depreciación en el precio de las opciones se ha reducido significativamente y que el volumen en este mercado se ha repuesto. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló también que el tipo de cambio se ha mantenido por arriba de trece pesos por dólar desde septiembre de 2011, lo que refleja que persisten condiciones de aversión al riesgo.

En este contexto, un miembro de la Junta discurrió que la desaceleración del crecimiento mundial y la alta volatilidad de los mercados financieros internacionales han provocado perturbaciones, las cuales tienen en parte un componente real y en parte un componente nominal. Afirmó también que las perturbaciones parecerían tener un componente permanente y otro transitorio. Explicó que el tipo de cambio real podría verse afectado por movimientos en el precio internacional de las manufacturas, por el surgimiento de nuevos competidores en los mercados internacionales y por los desbalances globales, en combinación con la sincronización de la economía mexicana con el ciclo económico estadounidense. Por otra parte, argumentó que el tipo de cambio nominal enfrenta choques derivados de que el peso, dada la profundidad de su mercado, se utiliza para reducir la exposición a mercados emergentes cuando se eleva la aversión al riesgo. Aunado a lo anterior, recalcó que algunos de los choques podrían tener efectos temporales derivados de rigideces a la baja en los precios, lo que ocasiona que el tipo de cambio nominal se sobreajuste en un principio. Agregó que también aquellos episodios que elevan la volatilidad de los mercados parecerían tener un efecto temporal en el tipo de cambio nominal. Finalmente, recalcó que también existen mecanismos por los que el peso tendería a apreciarse, uno de los cuales es la búsqueda de rendimientos de los mercados financieros internacionales en un entorno donde las tasas de interés en las economías avanzadas muestran mínimos históricos, y otro canal podría originarse si la Reserva Federal de los Estados Unidos volviera a implementar un relajamiento monetario sustancial a través de la compra de activos.

En cuanto al impacto del tipo de cambio sobre los precios en México, algunos miembros de la Junta citaron trabajos de investigación del Banco de México para argumentar que el traspaso ha sido limitado en el pasado. Enfatizaron que en los años ochenta y una parte importante de los noventa hubo

un problema de dominancia fiscal. Una vez superado dicho problema, el traspaso se redujo de manera considerable a principios de la década pasada. Un miembro afirmó que la inflación se ha convertido en un proceso estacionario y que el traspaso se va reduciendo conforme se va avanzando en la cadena productiva. Además, explicó que cuando la inflación es elevada, los cambios que enfrentan los productores son principalmente cambios en el nivel general de precios, mientras que cuando la inflación es reducida, éstos enfrentan cambios en precios relativos en mayor grado. Por último, agregó que existe evidencia tanto internacional, como para México, de que ante un ambiente de globalización y mayor competencia, es más difícil para los productores traspasar incrementos en sus costos a sus precios.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el traspaso del tipo de cambio a la inflación ha sido limitado. Además, coincidió en que la depreciación del tipo de cambio ha tenido un efecto principalmente en los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios y que se anticipa que éste sea temporal. Algunos miembros de la Junta sugirieron que el comportamiento de la inflación observada indica que el traspaso ha sido limitado y, por ende, que fundamentalmente lo que ha inducido la depreciación del tipo de cambio es un cambio en los precios relativos, y no un aumento generalizado de precios. Sin embargo, un miembro de la Junta afirmó que en diciembre se observó un impacto incipiente del tipo de cambio sobre los precios, a lo que otro miembro de la Junta respondió que no hay evidencia de dicho evento y que, de darse un traspaso, se observaría en los precios de las mercancías en un periodo relativamente más largo.

Para concluir la discusión sobre el tipo de cambio, algunos miembros afirmaron que la postura monetaria actual es congruente con un reducido traspaso del tipo de cambio a los precios del consumidor. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta señalaron que la postura monetaria es restrictiva en términos relativos a los principales bancos centrales, en particular respecto del Banco de la Reserva Federal. En este sentido, un miembro de la Junta agregó que una posición monetaria relativamente restrictiva podría ser un factor importante en el anclaje del tipo de cambio nominal. No obstante, otro miembro afirmó que actualmente se observa una entrada de capitales al país, mientras que hace algunos meses se observaba una salida de capitales ante la misma postura

monetaria relativa ya que lo que domina estos movimientos es la percepción de riesgo. En respuesta, un miembro de la Junta aseveró que flujos de capital en ambas direcciones son congruentes con los choques simultáneos de distinta naturaleza que se han experimentado.

La mayoría de los miembros de la Junta expresó que la postura monetaria actual es la adecuada para alcanzar el objetivo de inflación. Sin embargo, algunos miembros de la Junta indicaron que las expectativas de inflación se encuentran por arriba del objetivo permanente, por lo que un miembro de la Junta sugirió que se comunique una postura monetaria neutral y que se evite la impresión de complacencia hacia la inflación. Por su parte, otro miembro recalzó que, en un contexto de postura monetaria relajada, es necesario que se transmita el mensaje de que, aunque la inflación se encuentra muy cercana a la meta permanente, no se ha logrado alcanzarla. Enfatizó que es necesario que la política monetaria busque anclar las expectativas del público en el objetivo de inflación de 3 por ciento, lo cual es factible como lo confirma la experiencia de otros países incluyendo algunos con niveles de desarrollo semejantes a México. Adicionalmente, subrayó que, considerando promedios de mediano plazo, ni las expectativas, ni el desempeño de la inflación, incluyendo la subyacente, han rondado alrededor de la meta. Agregó que el nivel de las expectativas puede ser señal de que el mercado no cree que el objetivo sea alcanzable. Ante estas afirmaciones, un miembro de la Junta argumentó que basta ver la relación entre el tipo de cambio y la inflación por más de treinta años para percibir que la credibilidad de la política monetaria actual es sustancial. Agregó que a partir de 2004, México y otras economías experimentaron una situación de choques de oferta a precios relativos, lo que causó que estos países se desviaran de su meta de inflación por largos periodos. No obstante, aseveró que la política monetaria no perdió credibilidad, al observarse poco traspaso de la inflación no subyacente a la subyacente.

En este contexto, un miembro de la Junta recalzó que existen factores que afectan la trayectoria de la inflación hacia el objetivo que no están bajo el control de la política monetaria, como son los precios públicos y cambios en precios relativos, y que sería costoso para la economía intentar contrarrestarlos con las herramientas disponibles para el Banco Central. Precisamente ante la inconveniencia de contrarrestar los efectos de ese tipo de choques a través de política monetaria es la

razón por la que la Junta estableció la banda de variación de más/menos uno por ciento alrededor de la meta permanente, lo que no obsta de que el Banco esté al pendiente de efectos de segundo orden subsecuentes, en cuyo caso habría que ajustar la postura de política. Dadas estas consideraciones, apuntó que es importante enviar al mercado la señal de que, dadas las restricciones, se ha venido convergiendo hacia el objetivo y el Banco estará atento para ajustar la postura de la política monetaria en caso de ser necesario. Por su parte, otro miembro de la Junta aseveró que es importante reconocer que algunos de estos factores no controlables en otras ocasiones han ayudado a contener la inflación.

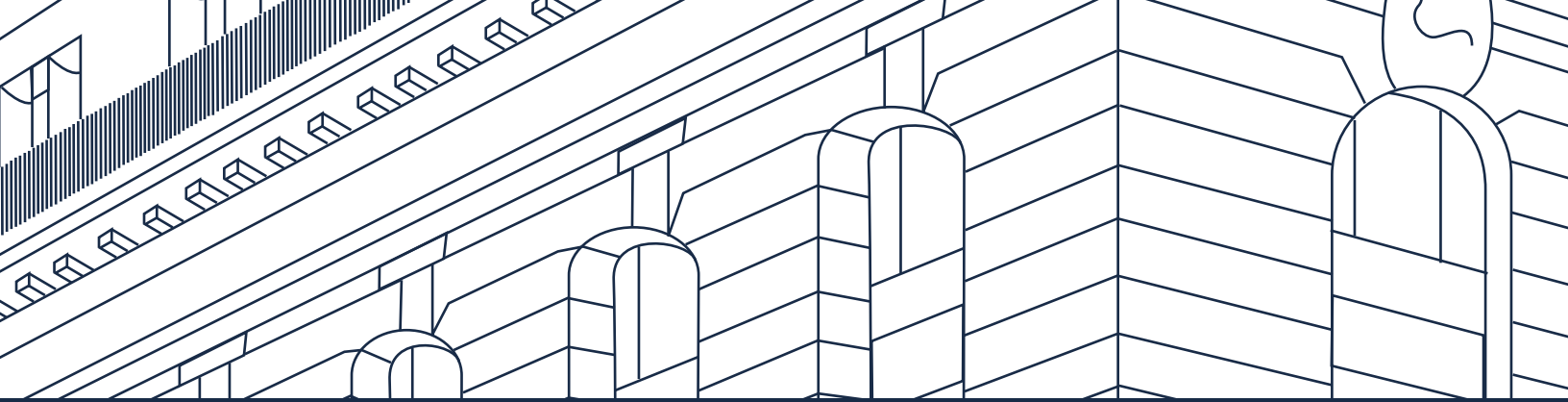
Un miembro de la Junta mencionó que los elementos fundamentales que determinan la inflación en nuestro país y el proceso de formación de precios siguen estando sanos y esto se debe tomar en cuenta en el proceso de toma de decisiones, junto con la posibilidad de que el Banco de México ajuste las tasas a la baja ante la atonía mundial y la desaceleración de nuestra economía. Finalmente, todos los miembros de la Junta recalcaron que el Banco de México actuará con oportunidad en caso de que se perciba que el tipo de cambio u otros factores pudieran afectar el proceso de convergencia hacia la meta de inflación. En este contexto, un miembro recordó que no se debe reaccionar ante cambios en precios relativos sin tener evidencia de una contaminación en salarios, en los precios en general o en las expectativas de inflación.

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.

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 decidió 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 todos los determinantes de la inflación 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 3 de febrero de 2012

