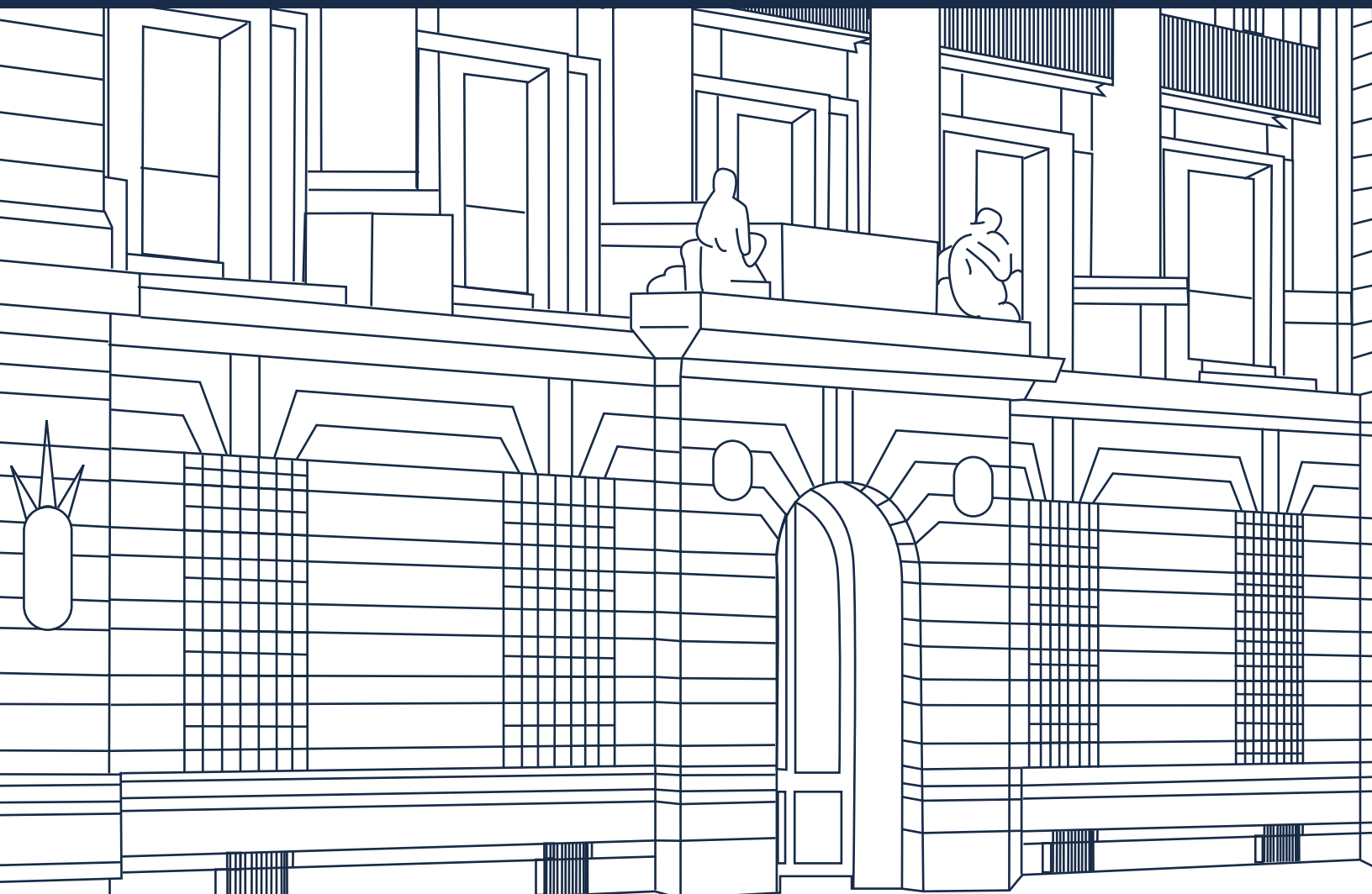




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 16

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 30 de noviembre de 2012



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 29 de noviembre 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.

Lic. Héctor Reynaldo Tinoco Jaramillo, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

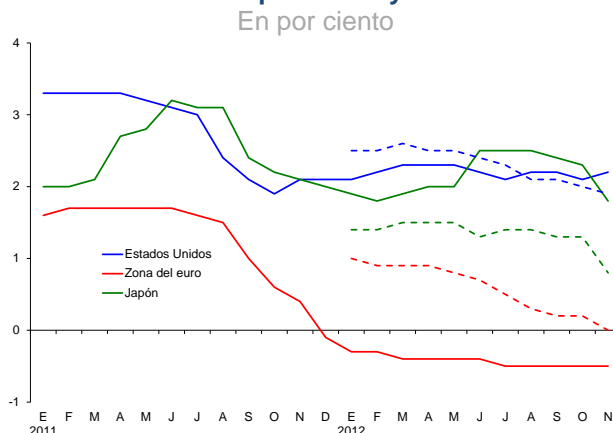
## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

### 2.1. Perspectiva económica internacional

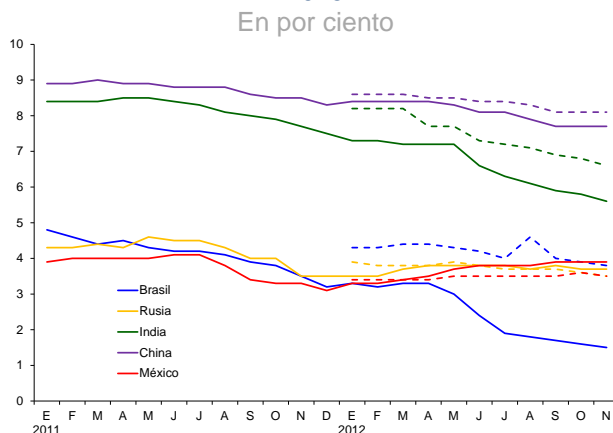
La actividad económica mundial ha continuado mostrando debilidad. Los pronósticos de crecimiento de algunas de las principales economías avanzadas han seguido ajustándose a la baja (Gráfica 1). En particular, los de Estados Unidos han continuado deteriorándose para 2013. En la zona del euro la actividad económica sigue contrayéndose y se espera que en 2013 tenga una tasa de crecimiento cercana a cero. El crecimiento esperado para Japón también se ha revisado a la baja de manera importante. Por su parte, el ritmo de crecimiento de la actividad económica en algunas de las principales economías emergentes parece estar estabilizándose después de la desaceleración mostrada en los trimestres previos, particularmente en China (Gráfica 2).

**Gráfica 1**  
**G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013**



Nota: Las líneas sólidas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento para 2012, mientras que las punteadas corresponden a 2013. Fuente: Consensus Forecasts.

**Gráfica 2**  
**Economías Emergentes: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013**

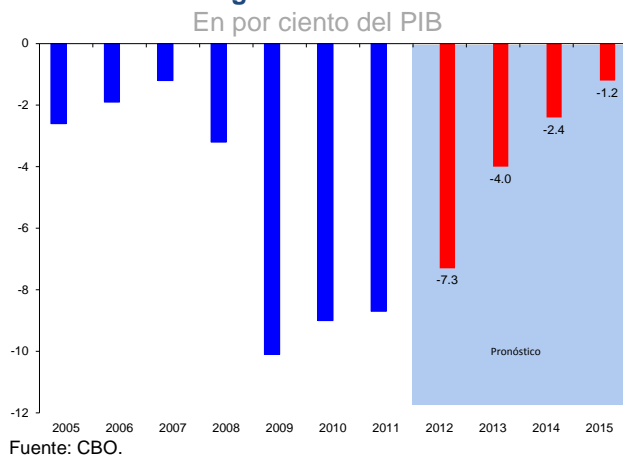


Nota: Las líneas sólidas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento para 2012, mientras que las punteadas comprenden a 2013. Fuente: Consensus Forecasts.

En Estados Unidos, los indicadores prospectivos siguen apuntando hacia un crecimiento moderado de la actividad manufacturera, en tanto que la recuperación del empleo no se ha consolidado. La mayor expansión del PIB en el tercer trimestre del año (2.7 por ciento a tasa trimestral anualizada, comparado con 1.3 por ciento en el trimestre previo), reflejó en parte un fuerte aumento del gasto del gobierno. Adicionalmente, cabe destacar que el repunte del consumo privado obedeció a una disminución en la tasa de ahorro dada la continua debilidad del ingreso personal disponible, por lo que se infiere que este ritmo de expansión no será sostenible.

En este contexto, la demanda interna de Estados Unidos, y en particular la inversión privada, presumiblemente está siendo afectada por la posibilidad de un severo ajuste fiscal en 2013. En la legislación actual en Estados Unidos está programada la expiración de varios incentivos impositivos y la entrada en vigor de recortes automáticos al gasto decretados por la Ley de Control Presupuestal de agosto de 2011. De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), estas medidas se traducirían en una reducción considerable del déficit público en 2013 (Gráfica 3). Según el CBO, dichas medidas, que en su conjunto representan una reducción en el déficit de 503 mil millones de dólares, provocarían que la economía de Estados Unidos se contrajera 0.5 por ciento en 2013 (cuarto trimestre contra cuarto trimestre) y que la tasa de desempleo se situara en 9.1 por ciento. De ahí la importancia que se acuerde un ajuste fiscal más gradual antes del primero de enero de 2013.

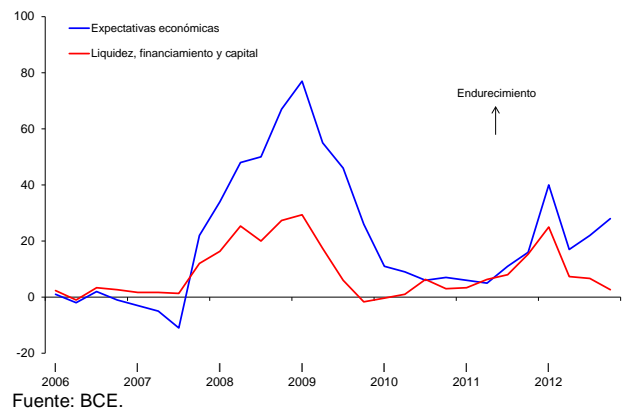
**Gráfica 3**  
EUA: Pronósticos de Ajuste Fiscal Bajo  
Legislación Actual



En la zona del euro, la actividad económica se contrajo en el tercer trimestre de 2012, por segundo trimestre consecutivo. El PIB disminuyó 0.2 por ciento a tasa trimestral anualizada, con España, Holanda e Italia, registrando caídas de 1.1, 4.1 y 0.7 y por ciento, respectivamente. En tanto que en el caso de Alemania, su crecimiento se desaceleró pasando de 2.0 y 1.1 por ciento en el primer y segundo trimestres, respectivamente, a 0.9 por ciento en el tercero. Por su parte, la tasa de desempleo en la región alcanzó 11.6 por ciento en septiembre de 2012, el mayor nivel desde que se publica información para este indicador en la zona.

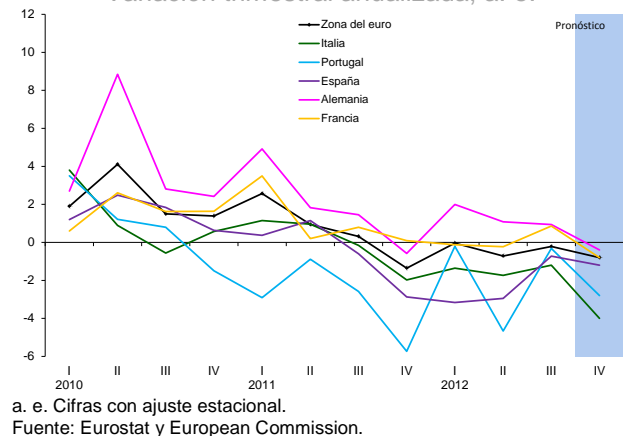
Esta debilidad en la actividad económica se vio exacerbada por el endurecimiento que se registró en las condiciones de otorgamiento de crédito a las empresas en la zona del euro durante el tercer trimestre de este año (Gráfica 4).

**Gráfica 4**  
Zona del Euro: Factores que Contribuyen al  
Endurecimiento de las Condiciones de Crédito



Los pronósticos de la Comisión Europea anticipan una caída del PIB en el cuarto trimestre de 2012 en la zona del euro, tanto para los países de la periferia, como para las principales economías de la región (Gráfica 5). Para 2013, dicha Comisión anticipa que la actividad económica en la región continúe mostrando gran atonía.

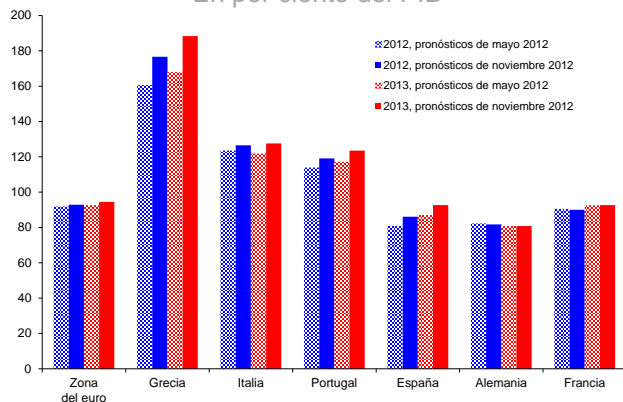
**Gráfica 5**  
Zona del Euro: Producto Interno Bruto



En adición a lo anterior, el menor ritmo de crecimiento ha dificultado el proceso de ajuste fiscal en la zona del euro. En este contexto, los

pronósticos más recientes de la Comisión Europea prevén niveles de deuda a producto mayores a los que anticipaba en mayo de este año, tanto para 2012 como para 2013. En particular, esto resalta en los casos de Grecia, Portugal y España (Gráfica 6). La dificultad para avanzar en el proceso de consolidación fiscal de algunas economías de la región ha propiciado que prevalezca un elevado grado de incertidumbre sobre la capacidad de estos países para asegurar su sostenibilidad fiscal.

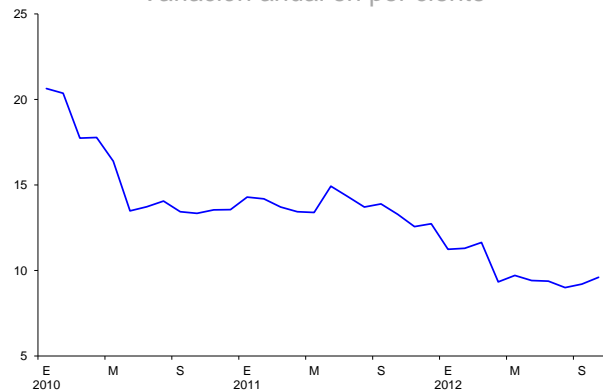
**Gráfica 6**  
**Zona del Euro: Pronósticos de la Deuda del Gobierno General para 2012 y 2013<sup>1/</sup>**  
 En por ciento del PIB



1/ Pronósticos publicados por la Comisión Europea en mayo y noviembre de 2012.  
 Fuente: Comisión Europea.

Después de que el crecimiento de las principales economías emergentes se había venido desacelerando, los indicadores disponibles muestran indicios de mayor estabilidad en algunos casos. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual de la producción industrial de China ha dejado de disminuir en los últimos meses (Gráfica 7). En este contexto, el ritmo de crecimiento del PIB de ese país parece haberse estabilizado en el tercer trimestre de este año, si bien se proyecta que sus tasas de crecimiento en los siguientes años serán menores que las que se observaron antes de 2008.

**Gráfica 7**  
**China: Producción Industrial**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

Los precios internacionales de los productos primarios, en general, continuaron registrando una tendencia a la baja desde sus niveles máximos observados en octubre pasado. Esta disminución obedece a las menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial, particularmente en el caso del petróleo. En lo que respecta a los precios de los granos, tanto del maíz como del trigo, la disminución también se vio influenciada por la revisión al alza de los inventarios mundiales de estos productos para el ciclo agrícola 2012-13, misma que tuvo lugar a principios de noviembre.

Debido al menor ritmo de crecimiento esperado de la economía mundial y a la disminución en los precios internacionales de las materias primas, se anticipa que en la mayoría de los países la inflación exhiba una trayectoria a la baja en lo que resta del año y durante 2013. En este entorno, se prevé que en algunas economías avanzadas y emergentes tenga lugar un relajamiento monetario adicional.

En Estados Unidos, la inflación general anual aumentó de 2.0 por ciento en septiembre a 2.2 por ciento en octubre, a lo que contribuyeron los efectos del alza en los precios de la energía que tuvo lugar durante el tercer trimestre, antes de que, como se mencionó, retomaran una trayectoria a la baja. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en octubre en 2.0 por ciento, misma cifra que el mes anterior. En este contexto, en su reunión de política monetaria de octubre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su banda objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0.25 por ciento y reiteró que anticipa que el periodo en el que mantendrá su tasa de política en niveles excepcionalmente bajos puede continuar hasta por lo menos mediados de 2015, subrayando que, aun después de que se

fortalezca la recuperación de la economía, espera que la postura monetaria acomodaticia se mantenga por un periodo de tiempo considerable. Asimismo, anunció que continuará su programa de estímulo monetario a través de la compra mensual de valores respaldados por hipotecas.

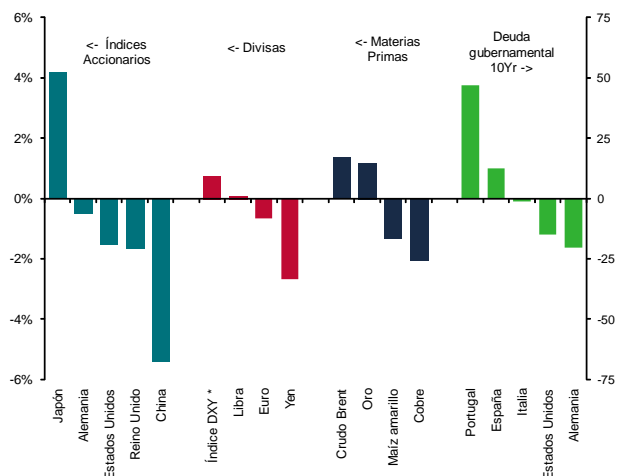
En la zona del euro, la inflación general se ubicó en 2.5 por ciento en octubre, ligeramente por debajo de la cifra de septiembre, de 2.6 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en 1.5 por ciento en el mismo período. En este contexto, en su reunión de noviembre, el BCE mantuvo inalteradas sus tasas de interés de referencia.

Después de haberse observado un incremento en los niveles de inflación, debido principalmente a los aumentos en los precios de las materias primas durante el tercer trimestre de 2012, la inflación ha comenzado a disminuir en algunas de las principales economías emergentes. En particular, la inflación general en China se situó en 1.7 por ciento en octubre, contra 1.9 por ciento en septiembre. Por su parte, la inflación en India también disminuyó de 7.8 a 7.5 en el periodo referido. Sin embargo, este no fue el caso en Brasil, donde la inflación ha ido en aumento desde mediados del año, ubicándose en 5.5 por ciento en octubre (5.3 por ciento en septiembre).

## 2.2. Evolución financiera internacional

La incertidumbre fiscal que prevalece en Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro, y la expectativa de que el crecimiento económico global se mantenga por debajo del potencial en los siguientes trimestres, contribuyeron a que los mercados financieros de los principales países desarrollados revirtieran parcialmente el buen desempeño observado desde inicios del segundo semestre del año (Gráfica 8).

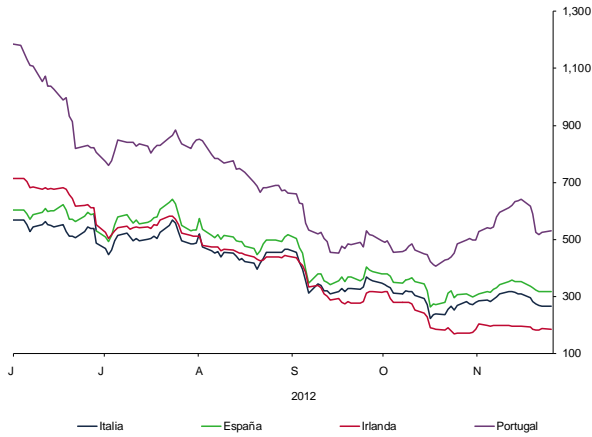
**Gráfica 8**  
**Cambio en activos financieros seleccionados del 22 de octubre al 26 de noviembre de 2012**  
 Cambio porcentual, puntos base



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

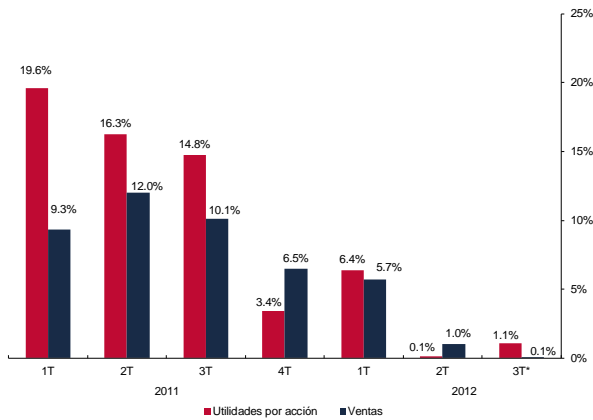
En particular, los mercados se vieron afectados de manera negativa por la falta de acuerdos en el Congreso Norteamericano respecto a un nuevo paquete fiscal que evite la entrada en vigor de tasas impositivas más altas y de recortes automáticos al gasto del gobierno ("Fiscal Cliff"). Asimismo, la incertidumbre respecto a si España solicitará o no la asistencia financiera de las autoridades de la Unión Europea, así como la problemática fiscal de Grecia también contribuyeron al mencionado deterioro. (Gráfica 9). Respecto a esto último, si bien es cierto que los ministros de finanzas de la región y el FMI lograron un acuerdo para solventar las necesidades inmediatas de financiamiento de ese país, aún persiste el escepticismo sobre si dichas medidas serán suficientes para resolver la problemática presupuestal de ese país en el mediano y largo plazo. Finalmente, el débil crecimiento de las ventas y utilidades del sector corporativo en el tercer trimestre del año, y las perspectivas poco favorables para una recuperación de éstas en los siguientes trimestres (particularmente en los Estados Unidos) también afectaron de manera negativa a los mercados (Gráfica 10).

**Gráfica 9**  
**Euro-zona: Costo de Protección ante Incumplimiento de Pago a 5 años de Países Seleccionados**  
 Puntos base



Fuente: Bloomberg

**Gráfica 10**  
**Estados Unidos: Crecimiento Anual de las Utilidades y Ventas de las Empresas del S&P 500**  
 Porcentaje anual

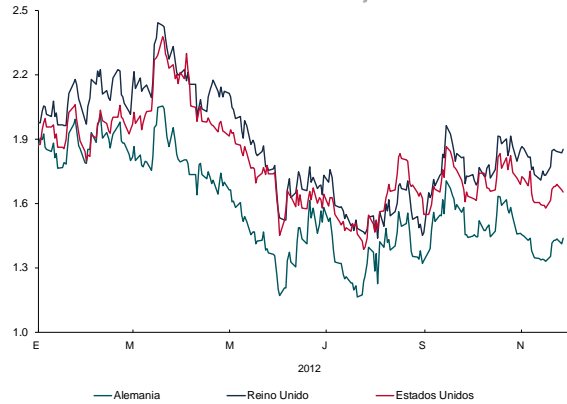


Fuente: Bloomberg

La mayor aversión al riesgo ocasionada por la incertidumbre fiscal se reflejó también en un incremento en la demanda por valores de bajo riesgo de crédito, lo cual ocasionó que las tasas de interés de los bonos gubernamentales de países como Alemania, Estados Unidos y Reino Unido disminuyeran para ubicarse nuevamente cerca de los niveles más bajos de los últimos años (Gráfica 11). Por su parte, los mercados de deuda corporativa y de instrumentos de mayor riesgo de crédito en estos países mostraron un ligero deterioro. En particular, en Estados Unidos los diferenciales de tasas de interés entre bonos

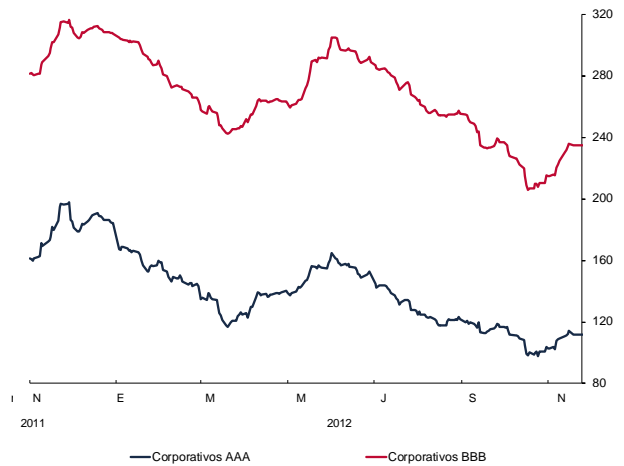
gubernamentales y bonos corporativos aumentaron moderadamente después de que durante varios meses estos mostraran una tendencia descendente (Gráfica 12).

**Gráfica 11**  
**Tasa de Interés de Bonos Gubernamentales de 10 años de Países Seleccionados**  
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg

**Gráfica 12**  
**Estados Unidos: Diferenciales de Rendimiento entre Bonos Corporativos y Notas del Tesoro**  
 Puntos base



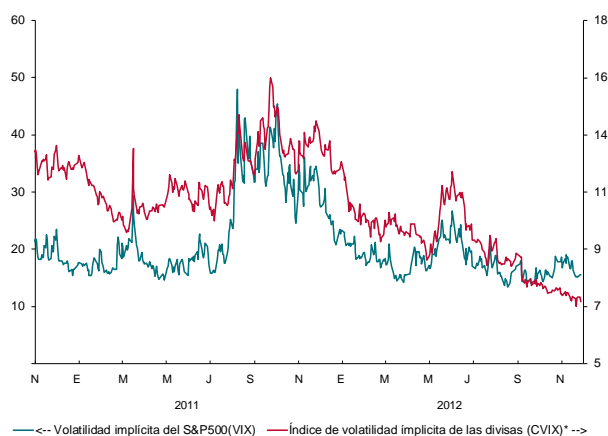
Fuente: Bloomberg

\* La duración de los índices utilizados para el cálculo de los diferenciales de bonos corporativos oscila entre 5 y 7 años

Cabe destacar que a pesar del reciente deterioro de las condiciones de los mercados financieros, las cotizaciones de las principales divisas frente al dólar mostraron pocos cambios, mientras que la volatilidad implícita en el precio de distintos activos financieros permaneció en niveles históricamente bajos (Gráfica 13). Al parecer, esto último obedeció a la expectativa de que los bancos centrales mantendrán posturas de política monetaria muy

laxas y que incluso algunos de ellos podrían tomar medidas adicionales de expansión monetaria. Al respecto, se anticipa que el Banco de Japón incremente su programa de compras de activos y que, al igual que el Banco de Inglaterra, continúe instrumentando medidas para impulsar el otorgamiento de crédito al sector privado. Asimismo, se espera que el Banco Central Europeo eventualmente inicie su programa de compra condicional de bonos gubernamentales. Finalmente, en Estados Unidos la mayoría de los analistas coinciden en que la Reserva Federal podría iniciar un programa adicional de compra de activos a principios del próximo año.

**Gráfica 13**  
**Volatilidad Anual Implícita en las Opciones del S&P 500 y las Divisas**  
Porcentaje



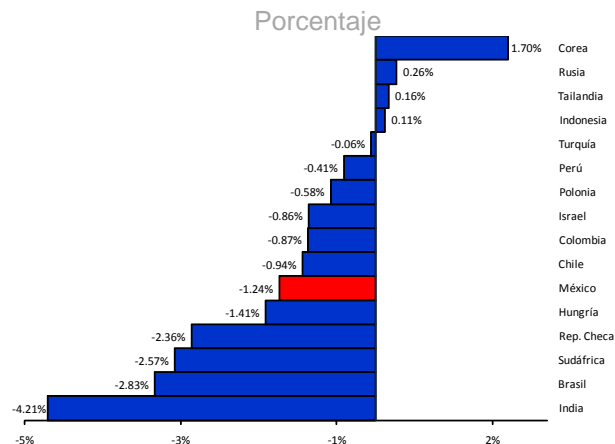
Fuente: Bloomberg

\*Basado en la volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%

### 2.2.1. Mercados emergentes

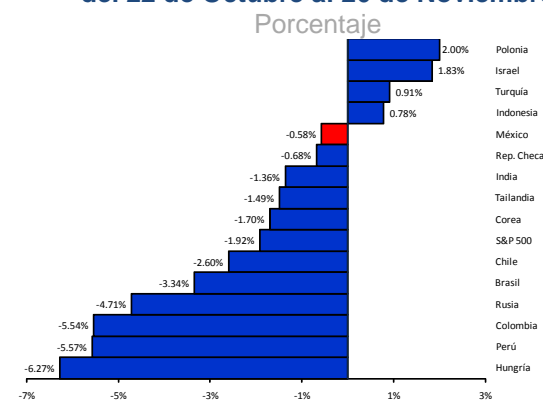
Los precios de los activos financieros de los países emergentes también mostraron retrocesos generalizados a raíz del sentimiento negativo que prevaleció en los mercados financieros internacionales (Gráfica 14 y Gráfica 15). Al igual que en los mercados de los países desarrollados, la incertidumbre sobre los problemas fiscales en Estados Unidos y Europa y las expectativas de un menor crecimiento económico a nivel global fueron los elementos que más contribuyeron a este mal desempeño.

**Gráfica 14**  
**Variación Porcentual de las Divisas del 22 de Octubre al 26 de Noviembre**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 15**  
**Variación Porcentual de Índices Accionarios del 22 de Octubre al 26 de Noviembre**



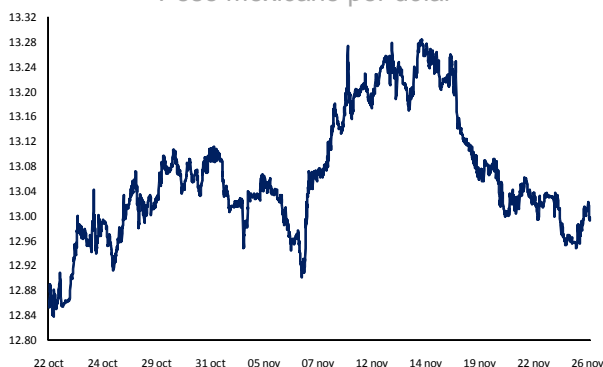
Fuente: Bloomberg.

### 2.2.2. Mercados en México

En México la cotización del peso mostró una depreciación moderada respecto a los niveles que prevalecían en la última reunión de política monetaria (Gráfica 16), en un entorno de mayor volatilidad. Dicho comportamiento fue similar al observado en la mayoría de las divisas de los países emergentes, y fue producto de la mayor aversión al riesgo que en general afectó a los mercados financieros durante este periodo. Como consecuencia de lo anterior, se observó una reducción en la posición larga en pesos en instrumentos de corto plazo de los inversionistas extranjeros (Gráfica 17). No obstante lo anterior, las posiciones largas en pesos en instrumentos de largo plazo continuaron creciendo, lo cual es consistente con los fundamentales sólidos de la

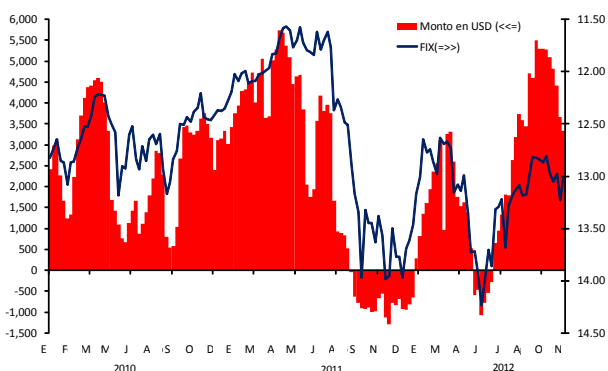
economía mexicana y las perspectivas favorables a mediano y largo plazo.

**Gráfica 16**  
**Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar**  
Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 17**  
**Posición Especulativa Neta del Peso Mexicano en los Futuros de Chicago (IMM)**  
Millones de dólares, pesos por dólar

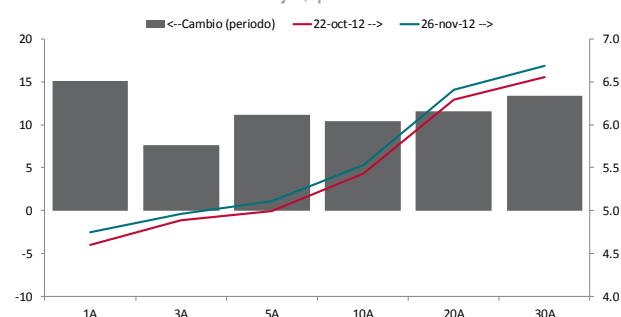


Fuentes: Banco de México y CME.

En lo que respecta al mercado de dinero en México, las tasas de interés mostraron incrementos moderados a lo largo de toda la curva de rendimiento. Por un lado, las tasas de corto plazo aumentaron en respuesta al endurecimiento del lenguaje utilizado por el Banco de México en su último boletín de política monetaria y que se dio como consecuencia de las mayores presiones inflacionarias de corto plazo mismas que se comentan con más detalle en las secciones subsecuentes. Por el otro, las tasas de largo plazo se incrementaron en estos últimos días debido primordialmente a la importante colocación de valores de deuda que llevaron a cabo diversos emisores corporativos y Pemex durante las últimas dos semanas de noviembre (Gráfica 18).

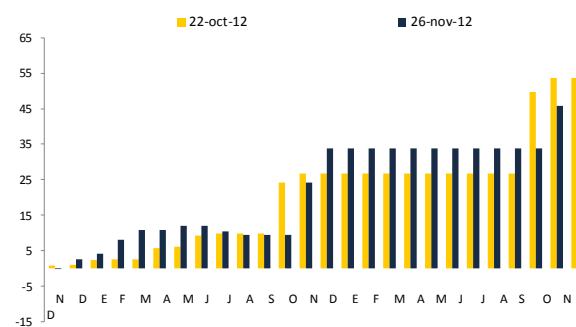
Finalmente, es importante destacar que tanto los analistas de las principales corredurías nacionales y extranjeras, así como las expectativas implícitas en la estructura de tasas de interés continúan incorporando que la postura de política monetaria se mantenga sin cambio hasta finales de 2013 (Gráfica 19).

**Gráfica 18**  
**Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales**  
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

**Gráfica 19**  
**Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la Curva de Swaps de TIIIE de 28 Días**  
Puntos base



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

### 2.3.1. Actividad económica

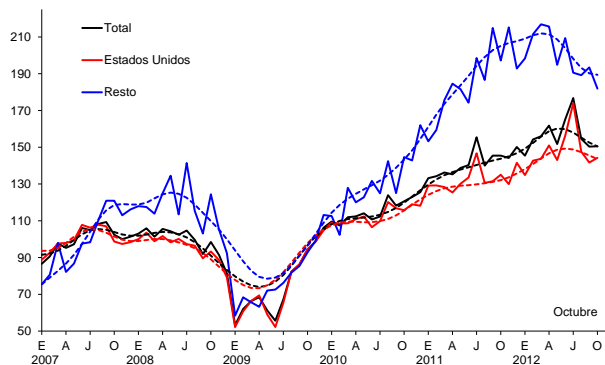
Los indicadores oportunos sobre el desempeño de la producción y el gasto sugieren que, si bien la economía continúa presentando una trayectoria ascendente, su ritmo de crecimiento se ha moderado respecto a la primera mitad de 2012. Esta evolución refleja, en parte, los efectos que la desaceleración de la economía de Estados Unidos ha empezado a tener sobre las exportaciones manufactureras y ésta a su vez sobre las actividades del sector servicios que están más



relacionadas con el sector industrial. Asimismo, algunos componentes y determinantes de la demanda interna han comenzado a desacelerarse.

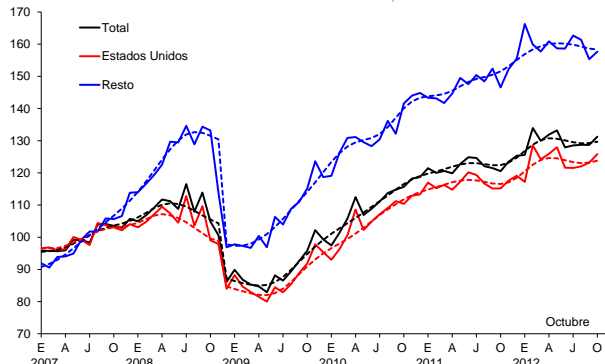
En los últimos meses las exportaciones manufactureras presentaron una pérdida de dinamismo, lo cual se derivó de una desaceleración tanto de las exportaciones automotrices, como de las no automotrices (Gráfica 20 y Gráfica 21).

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



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

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

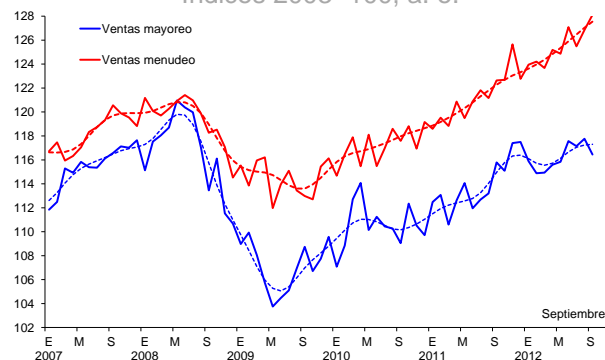


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Banco de México.

En cuanto a la demanda interna, no obstante que ésta sigue mostrando una tendencia positiva, algunos determinantes del consumo, así como la inversión, también han comenzado a presentar una desaceleración. En particular, en lo que corresponde al consumo privado destaca que, si bien las ventas al menudeo de los establecimientos comerciales continúan registrando una trayectoria creciente, las ventas al mayoreo parecerían estar mostrando un estancamiento en sus niveles (Gráfica 22). Asimismo, algunos determinantes del

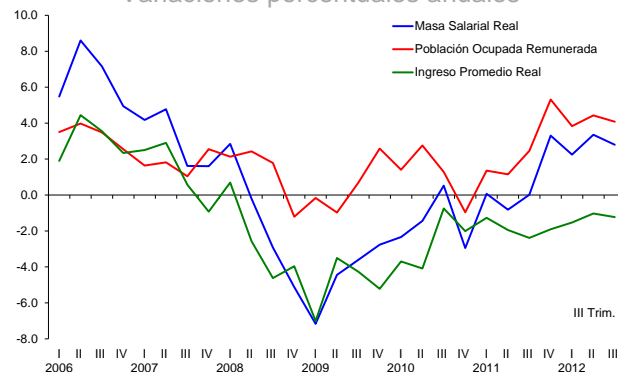
consumo, como es el caso de las remesas familiares, han presentado recientemente señales de debilidad. En la misma dirección, el ingreso promedio real de los trabajadores sigue presentando contracciones anuales en términos reales, lo cual ha conducido a moderar el crecimiento de la masa salarial real (Gráfica 23).

**Gráfica 22**  
**Ventas en los Establecimientos Comerciales**  
Índices 2003=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.  
Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

**Gráfica 23**  
**Masa Salarial Real Total<sup>1/</sup>**  
Variaciones porcentuales anuales



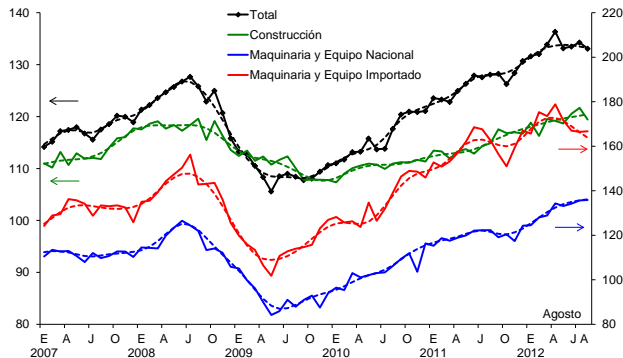
1/ Los datos a partir de 2010 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Por su parte, en los últimos meses la inversión fija bruta ha dejado de presentar una trayectoria positiva. En particular, destaca el menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo importado (Gráfica 24).

El desempeño descrito tanto de la demanda externa, como de la interna, se reflejó en una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en su conjunto. En efecto, la variación trimestral del PIB observada en el tercer trimestre

de 2012 fue la más baja desde la registrada en el primer trimestre de 2011 (Gráfica 25). Dicha evolución se derivó de menores tasas de expansión tanto de la actividad industrial, como de los servicios. Destaca que, en congruencia con la desaceleración del sector exportador, aquellos servicios más relacionados con la demanda externa exhibieron una mayor pérdida de dinamismo, en comparación con aquéllos más vinculados con la demanda interna (Gráfica 26 y Gráfica 27).

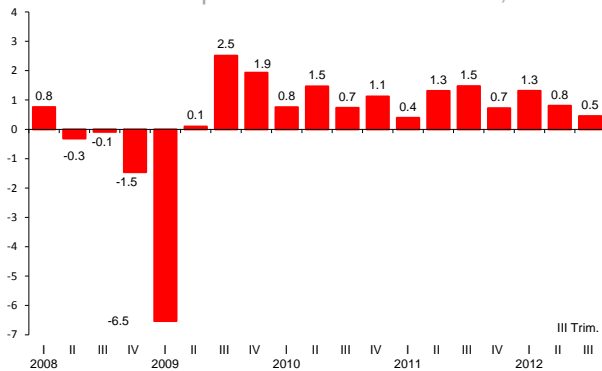
**Gráfica 24**  
**Inversión y sus Componentes**  
Índices 2005=100, a. e.



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

**Gráfica 25**  
**Producto Interno Bruto**

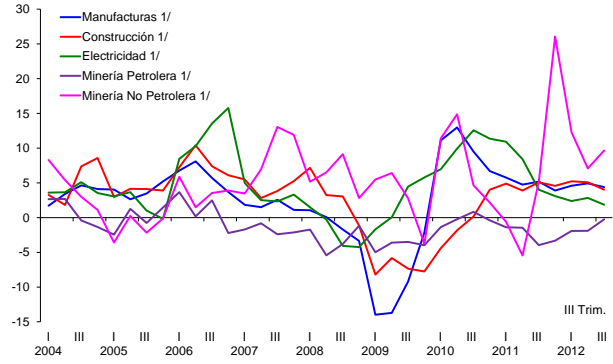
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

**Gráfica 26**  
**PIB de la Actividad Industrial**

Variaciones porcentuales anuales, a. e.

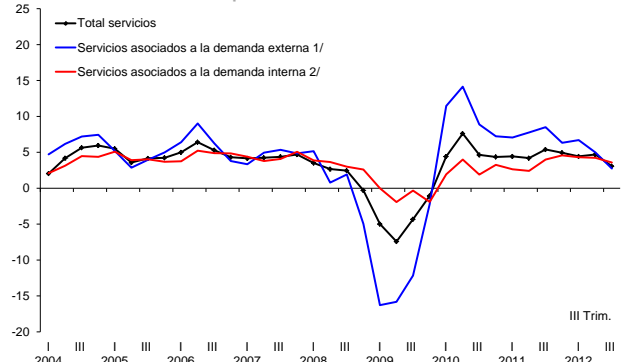


1/ Elaboración y desestacionalización de Banco de México con cifras del INEGI.  
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 27**  
**PIB del Sector Servicios**

Variaciones porcentuales anuales, a. e.



1/ Incluye los subsectores de comercio y transporte, correos y almacenamiento.

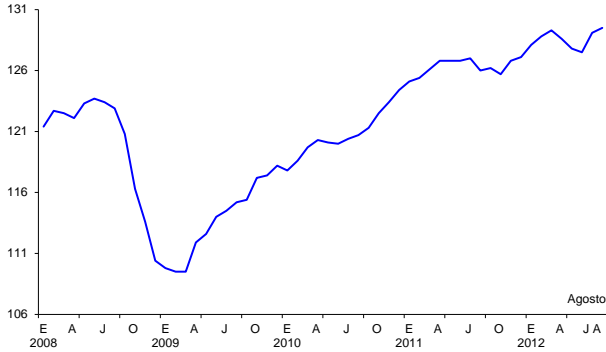
2/ Sector servicios excluyendo los subsectores de comercio y transporte, correos y almacenamiento.

a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banxico con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En el entorno descrito, algunos indicadores de índole más prospectiva, como lo son los indicadores adelantados para la economía mexicana del INEGI (Gráfica 28) y del Conference Board, tienden a sugerir que ésta pudiera continuar registrando tasas de crecimiento moderadas en los próximos meses.

**Gráfica 28**  
**Indicador Adelantado para la Economía Mexicana**

Índice 2003 = 100, a. e.



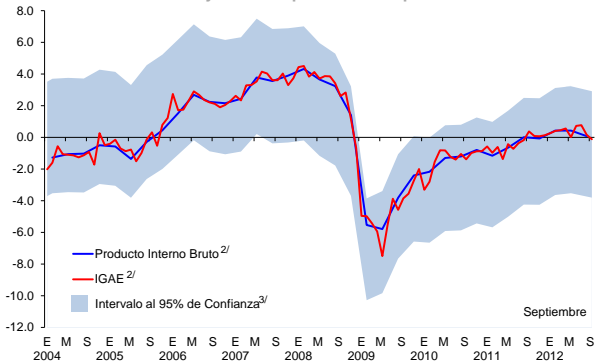
a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: INEGI.

**2.3.2. Inflación**

**2.3.2.1. Determinantes de la inflación**

La moderación en el crecimiento de la economía durante el tercer trimestre del año condujo a que la brecha del producto se mantuviera alrededor de cero (Gráfica 29). En este contexto, no se registraron presiones sobre la inflación derivadas del comportamiento de la demanda agregada.

**Gráfica 29**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
Porcentajes del producto potencial



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

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

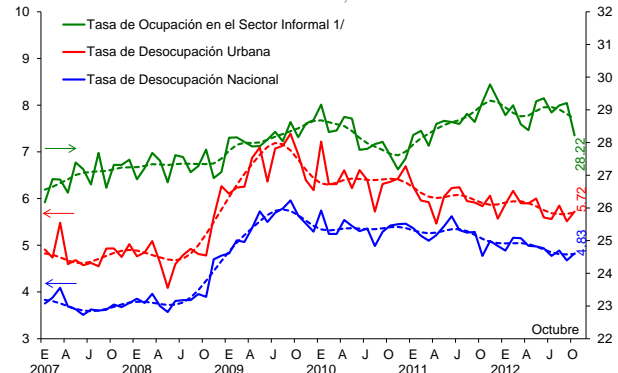
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

En relación con el mercado laboral, éste continúa mostrando una gradual recuperación. En particular, destaca que las tasas de desocupación nacional y urbana han mostrado una disminución paulatina en los últimos meses, reflejando, en parte, el

crecimiento que continúa presentado el número de trabajadores asegurados en el IMSS. Sin embargo, dichas tasas, así como la tasa de ocupación en el sector informal, permanecen en niveles superiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 30 y Gráfica 31).

**Gráfica 30**  
**Tasas de Desocupación Nacional y Urbana y de Ocupación en el Sector Informal**  
Por ciento, a. e.

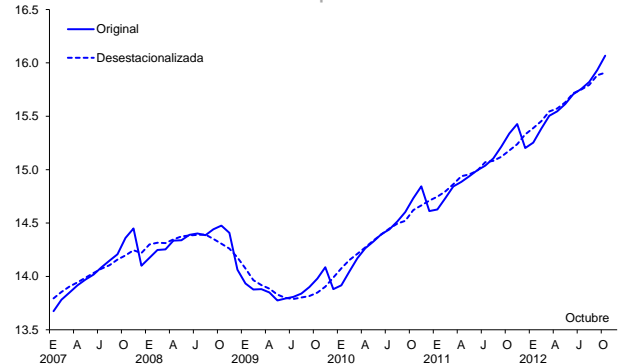


1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

**Gráfica 31**  
**Trabajadores Asegurados en el IMSS<sup>1/</sup>**  
Millones de personas

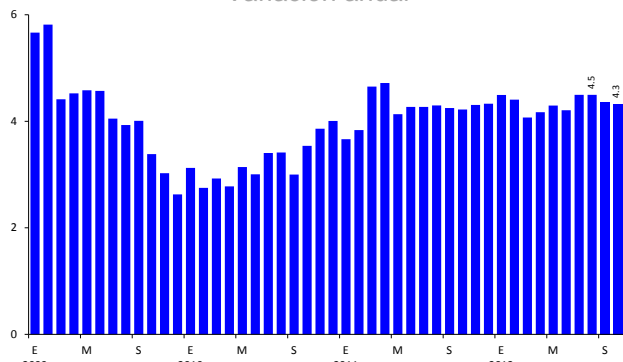


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

Por su parte, si bien algunos indicadores salariales aceleraron recientemente su ritmo de crecimiento, esto no ha sido un fenómeno generalizado. De hecho, la variación anual del salario base de cotización de los trabajadores afiliados al IMSS, respecto al nivel que alcanzó en agosto de 4.5 por ciento, disminuyó durante los meses de septiembre y octubre, situándose en este último en 4.3 por ciento (Gráfica 32).

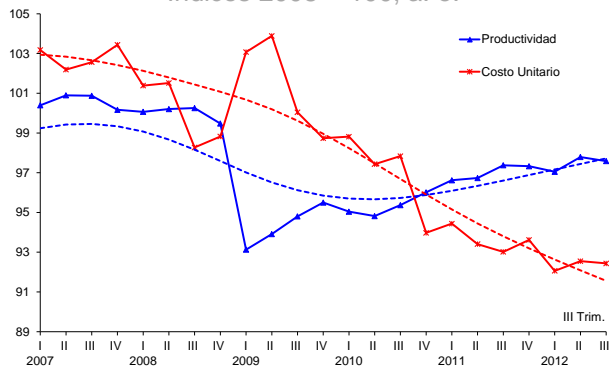
**Gráfica 32**  
**Salario Base de Cotización al IMSS**  
 Variación anual



Fuente: Banco de México con información del IMSS.

En este contexto, la creciente productividad media del trabajo ha contribuido a que los costos laborales unitarios se hayan mantenido en niveles bajos, tanto para la economía en su conjunto, como para el sector manufacturero en particular (Gráfica 33 y Gráfica 34). Así, dichos costos no se han constituido como un factor de presión sobre los precios.

**Gráfica 33**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía <sup>1/</sup>**  
 Índices 2008 = 100, a. e.

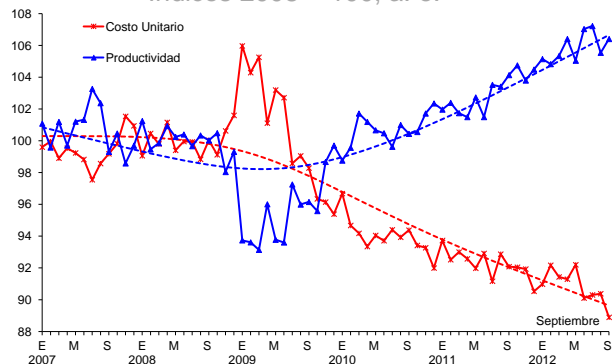


<sup>1/</sup> Los datos a partir de 2010 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.

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

Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México a partir de información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo y del SCNM, INEGI.

**Gráfica 34**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero**  
 Índices 2008 = 100, a. e.



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

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

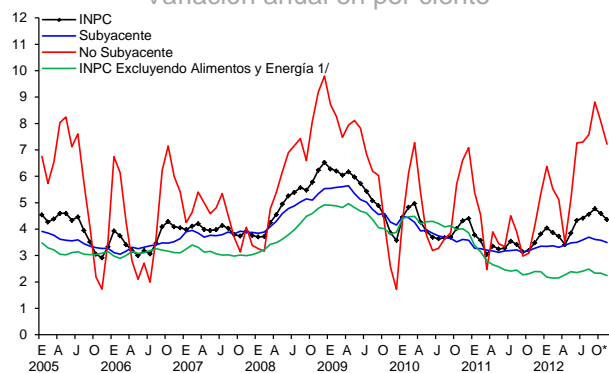
El financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose, si bien con un ritmo más moderado, en congruencia con el comportamiento de la actividad económica. Lo anterior se deriva, principalmente, de una desaceleración en la tasa de crecimiento del crédito bancario a las empresas. A su vez, ello parece estar motivado, en principio, por factores de demanda, toda vez que las tasas de interés y los índices de morosidad de esta cartera de crédito continúan en niveles bajos y estables. Por su parte, el crédito a los hogares siguió mostrando una trayectoria de crecimiento. A su interior, el crédito al consumo continúa creciendo a tasas elevadas, si bien algunos de sus rubros han presentado una desaceleración en los últimos meses. El persistente incremento en el saldo de la cartera de crédito a los hogares no se ha manifestado en presiones ni por el lado de las tasas de interés ni por el de los índices de morosidad, los cuales permanecen en niveles reducidos y sin mostrar cambios significativos.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de noviembre de 2012 la inflación general anual fue 4.36 por ciento, lo que implicó una disminución respecto al dato previo que se reportó en estas Minutas de 4.64 por ciento en la primera quincena de octubre del mismo año (Gráfica 35 y Cuadro 1). Conforme a lo anticipado, a partir de septiembre la inflación general anual presentó un cambio de tendencia. Ello debido a que comenzaron a desvanecerse los choques de oferta que afectaron transitoriamente la tasa de crecimiento de los precios de algunos productos agropecuarios, así como a que la inflación

subyacente continuó su tendencia a la baja. Sin embargo, cabe señalar que la inflación general anual continúa por encima de la cota superior del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento.

**Gráfica 35**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

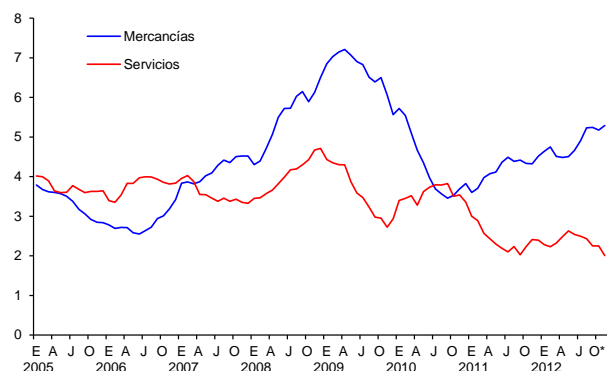
\* El último dato corresponde a la primera quincena de noviembre de 2012.

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

La inflación subyacente anual continuó siendo menor que la inflación general anual y a partir de agosto retomó una trayectoria descendente. Así, en la primera quincena de noviembre de 2012 este indicador se ubicó en 3.50 por ciento (en la primera quincena de octubre de 2012 fue 3.58 por ciento, Gráfica 36 y Cuadro 1). La disminución que ha venido mostrando la inflación subyacente anual se debe, por una parte, al freno a la tendencia alcista que había exhibido la tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías. A ello ha contribuido la apreciación que registró el tipo de cambio después del anuncio de relajamiento monetario adicional en Estados Unidos (QE3). Al referido cambio de tendencia también han abonado importantes bajas en los precios de algunos servicios (Gráfica 36). Cabe destacar que la variación anual del subíndice subyacente de los servicios, que es la que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación, ha disminuido a niveles mínimos históricos, situándose en la primera quincena de noviembre de 2012 en un nivel de 2.01 por ciento.

**Gráfica 36**  
**Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

\* El último dato corresponde a la primera quincena de noviembre de 2012.

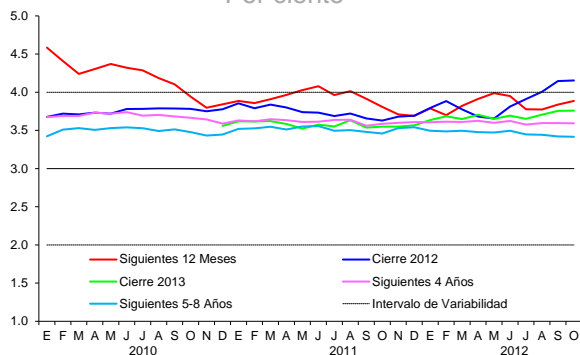
La inflación no subyacente presentó un cambio de tendencia a la baja a partir de septiembre, ubicándose en la primera quincena de noviembre de 2012 en 7.22 por ciento (8.27 por ciento en la primera quincena de octubre de 2012, Cuadro 1). En lo principal, este resultado se debe a que han comenzado a disiparse los choques que afectaron la oferta de algunos productos agropecuarios. Así, la variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios fue 13.41 por ciento (en la primera quincena de octubre de 2012 fue 16.27 por ciento), destacando la menor incidencia sobre la inflación del jitomate, el frijol, la carne de res y el huevo. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno tuvo una variación anual de 3.93 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2012 (3.86 por ciento en la primera quincena de octubre de 2012).

De acuerdo con la encuesta de octubre del Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2012 se mantuvo en un nivel cercano a 4.15 por ciento (Gráfica 37). En cuanto a los componentes de la inflación, se observó una ligera disminución de la media de la expectativa implícita para el componente no subyacente, la cual pasó de 5.98 por ciento en septiembre a 5.95 por ciento en dicha encuesta. Cabe resaltar que la expectativa implícita de la inflación no subyacente había presentado incrementos desde mayo de 2012 cuando se había ubicado en 4.18 por ciento. Por su parte, el promedio de las expectativas del componente subyacente no presentó cambios importantes al mantenerse cerca de 3.6 por ciento en el mismo periodo. Con base en la misma encuesta, el

promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 se mantuvo alrededor de 3.75 por ciento. Lo anterior fue resultado de que la expectativa implícita de la inflación no subyacente y el promedio de la expectativa de la inflación subyacente permanecieron en niveles de 4.6 y 3.5 por ciento, respectivamente.

Por su parte, las expectativas de inflación para horizontes de mediano y largo plazo se han mantenido sin cambios durante los últimos meses. Así, de acuerdo con la encuesta del Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación para los siguientes 4 años continúa alrededor de 3.6 por ciento, mientras que el promedio de las correspondientes a los siguientes 5 a 8 años se ha mantenido en niveles cercanos a 3.4 por ciento (Gráfica 37).

**Gráfica 37**  
**Expectativas de Inflación General para**  
**Diferentes Horizontes**  
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

A pesar de que la inflación ha permanecido en niveles elevados por varios meses, hasta ahora no se tiene evidencia que sugiera presiones generalizadas al alza sobre los precios provenientes de aumentos en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, ni del mercado laboral. En este contexto, el pronóstico para la inflación general anual señala que es probable que al final del año ésta se sitúe por debajo de 4 por ciento. A la vez se estima que durante 2013 ésta continuará disminuyendo para consolidar una tendencia convergente a 3 por ciento. En cuanto a

la inflación subyacente, el pronóstico considera que continúe reduciéndose para ubicarse cerca de 3 por ciento al cierre de 2012 y que en 2013 fluctúe alrededor de ese nivel.

A pesar de que la proyección sobre la inflación general anual indica que ésta mantendrá una tendencia descendente, persisten riesgos de corto plazo que pudieran afectar dicha trayectoria. Entre estos destacan: i) las condiciones climáticas desfavorables en EE.UU. que repercutieron en los costos de alimentación del ganado y, por ende podría reflejarse en los precios de los productos cárnicos; ii) la posibilidad de que ocurran aumentos en los precios y/o tarifas de los bienes y servicios públicos de mayor magnitud a los previstos; y, iii) que vuelvan a observarse periodos de volatilidad en los mercados financieros internacionales que se reflejarían en depreciaciones de la moneda nacional. A pesar de lo anterior, se considera que en el margen los riesgos al alza para la inflación en el corto plazo se han atenuado. Por su parte, la desaceleración de la actividad económica mundial apunta a menores presiones inflacionarias en el mediano plazo.

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

Concepto	Diciembre 2011	Octubre 1q 2012	Noviembre 1q 2012
<b>INPC</b>	<b>3.82</b>	<b>4.64</b>	<b>4.36</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.35</b>	<b>3.58</b>	<b>3.50</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.52</b>	<b>5.19</b>	<b>5.29</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.69	6.81
Mercancías no Alimenticias	2.39	4.02	4.11
<b>Servicios</b>	<b>2.40</b>	<b>2.25</b>	<b>2.01</b>
Vivienda	2.04	1.99	2.02
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.47	4.47
Otros Servicios	2.27	1.87	1.29
<b>No Subyacente</b>	<b>5.34</b>	<b>8.27</b>	<b>7.22</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>3.73</b>	<b>16.27</b>	<b>13.41</b>
Frutas y Verduras	-4.37	14.25	9.90
Pecuarios	9.76	17.53	15.55
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>6.19</b>	<b>3.86</b>	<b>3.93</b>
Energéticos	8.30	5.93	5.76
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.23	0.49

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que permanece la debilidad en la actividad económica global. Asimismo, todos los miembros indicaron que la actividad económica en México ha mantenido una trayectoria ascendente, si bien a un ritmo más moderado que en trimestres previos. La mayoría coincidió en que los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mexicana de corto plazo se han incrementado marginalmente. La mayoría de los miembros destacó que después del aumento que había registrado la inflación desde abril, ésta mostró un cambio de tendencia a partir de septiembre. En este contexto, algunos miembros afirmaron que los riesgos al alza para la inflación en el margen se han atenuado, mientras que otros argumentaron que el balance de riesgos al respecto no se ha modificado.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que el panorama económico mundial no ha presentado cambios significativos y, en particular, que la actividad económica mundial y sus perspectivas continúan mostrando debilidad. La mayoría de los miembros enfatizó el hecho de que los graves problemas de Estados Unidos y de Europa siguen sin una resolución, lo que ha conducido a que se mantenga un nivel elevado de incertidumbre. Un miembro mencionó que lo anterior ha postergado proyectos de inversión y decisiones de consumo de bienes duraderos, y se ha reflejado en bajas perspectivas de crecimiento mundial. Otro miembro agregó que se espera que las economías avanzadas crezcan en los siguientes años a tasas claramente por debajo de las registradas antes de la crisis financiera global. Por su parte, un miembro señaló que en el margen los pronósticos de crecimiento global se ajustaron ligeramente a la baja, si bien otro miembro aclaró que la expansión económica mundial prevista para 2013 sigue siendo superior a la observada en 2012. En este contexto, la mayoría de los miembros apuntó que los riesgos para el crecimiento económico mundial son a la baja, a lo que uno añadió que dichos riesgos son de hecho muy elevados.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros señaló que ésta ha registrado un crecimiento moderado. Uno de ellos consideró que dicha economía ha venido mostrando gradualmente una mejoría. En este sentido, algunos miembros mencionaron que varios indicadores continuaron recuperándose, incluyendo los del mercado de vivienda, las ventas al menudeo, el índice de confianza y el PMI manufacturero, entre otros. Sin embargo, un miembro enfatizó que la recuperación del empleo no parece haberse consolidado.

Asimismo, todos los miembros de la Junta mencionaron el fuerte ajuste fiscal previsto en la legislación actual como un riesgo en el corto plazo para la economía de ese país. Un miembro señaló que hasta ahora las noticias en ese sentido no son alentadoras, si bien en el escenario más probable se considera que se logrará alguna negociación para evitar este evento, por lo que se espera que el crecimiento económico para dicho país se mantenga por arriba del promedio de las naciones avanzadas. Sin embargo, otro miembro recalcó que incluso en ese escenario de solución parcial, todavía se prevé una desaceleración en la economía de Estados Unidos para 2013. Al respecto, un miembro agregó que aunque no haya mayores complicaciones en la solución del problema fiscal, la economía de Estados Unidos irá convergiendo hacia su crecimiento potencial, el cual posiblemente sea inferior al previo a la crisis financiera global.

La mayoría de los miembros de la Junta mencionó que la actividad económica en Europa siguió contrayéndose y que se anticipa que en 2013 continúe presentando atonía. En este sentido, un miembro señaló que a pesar de que parecería haberse llegado a un acuerdo para paliar las necesidades de financiamiento de Grecia por parte del Fondo Monetario Internacional y de las autoridades europeas, se mantienen las dudas respecto a si las medidas anunciadas serán suficientes para que dicho país pueda superar su difícil situación en el mediano y largo plazo. Agregó que la situación fiscal en España también es preocupante y que persiste la incertidumbre acerca de si ese país solicitará asistencia financiera. Además, indicó que, como consecuencia de las dificultades en Grecia y España, se han deteriorado algunos indicadores de sostenibilidad fiscal de otros países de la zona. Otro miembro mostró preocupación respecto a que la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de intervenir para estabilizar los diferenciales de deuda soberana de algunos países de la periferia comience a perder su efecto. En este contexto, un miembro añadió que persiste



el riesgo de un evento catastrófico en la región. Sin embargo, otro miembro respondió que estos acuerdos, aunque modestos, disminuyen el riesgo de un evento de esa naturaleza. Agregó que los acuerdos alcanzados han calmado a los mercados financieros y han otorgado a los países europeos un mayor margen de tiempo y de maniobra para llevar a cabo el ajuste y las reformas indispensables, si bien reconoció que estos acuerdos no erradican la incertidumbre sobre los posibles efectos de largo plazo de las medidas contracíclicas que han adoptado estos países.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, algunos miembros señalaron que se ha incrementado la aversión al riesgo como consecuencia del aumento en la incertidumbre asociada a los complicados desafíos en Europa, así como a los problemas fiscales en Estados Unidos. Uno de ellos agregó que como resultado del incremento en la aversión al riesgo, cayeron los precios de numerosos activos financieros, aumentó el costo de protección contra incumplimiento de pagos de países periféricos de la zona del euro y se fortaleció el dólar contra muchas monedas, particularmente de economías emergentes.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que algunas de las economías emergentes siguen mostrando debilidad, a lo que uno añadió que las perspectivas de crecimiento de dichos países no han mejorado de manera significativa. Sin embargo, algunos de ellos indicaron que el ritmo de crecimiento de esas economías, y en particular el de China, se ha estabilizado después de la desaceleración que tuvo lugar en los meses previos. Uno de ellos destacó que las principales economías emergentes muestran tasas de crecimiento mayores a las de las economías avanzadas.

La mayoría de los miembros indicó que se anticipan menores precios de ciertas materias primas, particularmente del petróleo, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica mundial. Un miembro afirmó en este sentido que los constantes cambios en las expectativas sobre la evolución de la economía mundial han traído consigo una mayor volatilidad en los precios de las materias primas, que se ha reflejado en la volatilidad de los precios a futuro de las mercancías básicas.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que se prevé un entorno de inflación mundial baja. Un miembro señaló que, de hecho, prevalece una situación subyacente de deflación a nivel mundial, generada en parte por la necesidad de ajustar los

balances de diversas economías a través de un menor gasto. Añadió que los impulsos monetarios sin precedentes llevados a cabo por bancos centrales que se caracterizan por su gran reputación de mantener la inflación baja, sugieren que no perciben un riesgo de inflación alta. Sin embargo, otro miembro indicó que la inflación en diversos países avanzados y emergentes se ha mantenido por arriba de los objetivos de sus correspondientes bancos centrales, por lo que descarta un ambiente generalizado de deflación. Agregó que en diversas economías se perciben riesgos inflacionarios al alza provenientes de presiones en los precios de las materias primas. En este contexto, un miembro añadió que, acorde con la debilidad de la economía mundial, se espera que la inflación en un gran número de países en 2013 sea menor a la registrada este año, a lo que otro miembro adicionó que los riesgos para la inflación mundial se han ajustado a la baja. Otro miembro mencionó que el que un país registre una inflación positiva no implica que no pueda presentar condiciones subyacentes deflacionarias. Uno más señaló que tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes, se anticipan relajamientos monetarios adicionales.

Todos los miembros de la Junta indicaron que la economía mexicana siguió creciendo en el tercer trimestre de 2012, aunque a un menor ritmo que en los trimestres anteriores. En efecto, un miembro arguyó que la producción industrial ha mantenido su vigor y algunos miembros destacaron la fortaleza que ha presentado la demanda interna. Además, uno de ellos mencionó el desempeño favorable del consumo, el cual continuó impulsado por el crédito de la banca comercial y por la gradual recuperación de la confianza del consumidor. Asimismo, algunos miembros también subrayaron la evolución favorable de las ventas al menudeo y la mejoría de los indicadores del mercado laboral, manifestada con el descenso de la tasa de desocupación nacional, el acortamiento en la duración del desempleo y el crecimiento de la masa salarial real por cuatro trimestres consecutivos.

En relación a la desaceleración de la actividad económica, la mayoría de los miembros indicó que diversos determinantes del consumo, así como la inversión, han mostrado recientemente un menor crecimiento. En particular, un miembro señaló que el impulso al consumo proveniente del crédito de la banca mexicana también se está desacelerando y que el crecimiento que había presentado la inversión fue impulsado fundamentalmente por el gasto del sector público. Otro miembro destacó la disminución que ha presentado la tasa de crecimiento del sector industrial. Asimismo, la

mayoría de los miembros apuntó a la reducción del crecimiento de las exportaciones manufactureras y, dentro de ellas, principalmente las automotrices, así como las exportaciones a países diferentes a Estados Unidos. Algunos miembros agregaron que se prevé que la desaceleración en las exportaciones manufactureras se trasladará, si bien con cierto rezago, a los niveles de actividad del sector servicios. Algunos miembros enfatizaron el hecho de que la variación del PIB en el tercer trimestre, con respecto al anterior, es la menor de los últimos seis trimestres, y la segunda menor en los últimos trece. En este contexto, un miembro consideró que las perspectivas de crecimiento para la economía de México en 2013 indican que ésta continuará desacelerándose y que, en particular, en el último trimestre de 2012 y el primero de 2013 se observarán tasas de crecimiento anual del PIB especialmente bajas. No obstante, otro miembro señaló que los indicadores prospectivos, tanto manufactureros, como no manufactureros, permanecieron estables y en zona de expansión. Al respecto, un miembro dijo que dada la resistencia mostrada por nuestra economía, lo lleva a ser más cauto respecto al impacto y a la mecánica en que se transmite el complejo entorno internacional a la economía interna. Un miembro agregó que el pronóstico de crecimiento para la economía mexicana no se ha modificado sustancialmente. Otro más afirmó que en tanto el crecimiento económico de Estados Unidos retome su dinamismo, esto podría reflejarse en una mayor actividad exportadora de México.

La mayoría consideró que los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mexicana de corto plazo se han incrementado marginalmente. Algunos miembros argumentaron que los principales riesgos en este sentido están asociados a la debilidad del entorno económico mundial, especialmente en relación a la economía estadounidense y, en particular, la incertidumbre asociada a la solución del problema de ajuste fiscal en Estados Unidos. No obstante, en este sentido un miembro arguyó que los pronósticos para el crecimiento de dicha economía no se han deteriorado, por lo que considera que los riesgos para el crecimiento económico de México se mantienen aproximadamente iguales.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la brecha del producto se encuentra cercana a cero. Asimismo señaló que, si bien el mercado laboral muestra una recuperación, no hay evidencia de que actualmente existan presiones sobre los precios derivadas de la demanda agregada. Sin embargo, un miembro afirmó que hace tiempo que el indicador de brecha del producto, especialmente

el de bienes no comerciables, es positivo, que el uso de la capacidad instalada manufacturera ha alcanzado niveles previos a la crisis y que, por lo tanto, no pueden descartarse presiones de esta naturaleza.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, después del repunte que había presentado la inflación en México desde abril, ésta mostró un cambio de tendencia a partir de septiembre, lo cual había sido anticipado por el Banco de México. Al respecto, algunos miembros destacaron que la disminución de la inflación fue notoria, mientras que otro consideró que ésta es incipiente. Adicionalmente, la mayoría agregó que dicha disminución se derivó de menores contribuciones tanto del subíndice no subyacente, como del subyacente, si bien algunos enfatizaron que la contribución del primero fue relativamente más importante. Ante ello, un miembro destacó que la caída en la inflación no subyacente y su relevancia en el comportamiento reciente de la inflación general no es de sorprender, dado que los choques transitorios que habían afectado anteriormente a ésta última, y que actualmente están tendiendo a revertirse, precisamente se concentran en el componente no subyacente. Otro miembro complementó que la baja en dicho subíndice respondió a un descenso en los precios de productos agropecuarios, de energéticos y de tarifas autorizadas por los gobiernos. A ello, un miembro respondió que lo que le sorprende es la resistencia de la inflación subyacente a converger hacia la meta. Adicionalmente, algunos miembros afirmaron que la caída en la inflación subyacente se originó del componente de servicios. En este sentido, algunos miembros destacaron los niveles históricamente bajos, cercanos al 2 por ciento, de la inflación anual del subíndice de servicios, si bien otros consideraron que estos bajos niveles se deben fundamentalmente al comportamiento reciente de los precios de la telefonía. Uno de ellos mencionó que esto último podría fácilmente revertirse, dadas las características de ese mercado.

Un miembro de la Junta afirmó que durante los últimos cinco meses y medio la inflación se ha ubicado por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad en torno a la meta permanente y que sólo en cuatro de los diez y medio meses transcurridos en 2012, ésta se ha ubicado por debajo de 4 por ciento. Añadió que, si bien la inflación subyacente se moderó recientemente, otros subíndices, como el no subyacente, el de mercancías, y el de productos agropecuarios, se encuentran en niveles elevados. Algunos miembros mencionaron que la inflación subyacente en

promedio no muestra una clara convergencia a la meta permanente de 3 por ciento.

Ante estas afirmaciones, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, no obstante que la inflación ha permanecido en niveles altos por varios meses, hasta ahora no hay evidencia de presiones generalizadas sobre los precios, provenientes de incrementos en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, ni de aumentos generalizados y desproporcionados en los indicadores de revisiones salariales. Adicionalmente, un miembro afirmó que varios de los choques de oferta que afectaron la inflación están en proceso de revertirse. Sin embargo, algunos miembros notaron que la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC y del índice subyacente cuyos precios están aumentando a tasas superiores al 4 por ciento no ha disminuido, lo cual uno de ellos interpretó como indicativo de que existe una tendencia de aumentos generalizados de precios en la economía y no sólo cambios de precios relativos. Ante estas afirmaciones, otro miembro respondió que de hecho no se ha observado un aumento, sino una mejoría, en la proporción del índice no subyacente que presenta incrementos mayores al 4 por ciento. Adicionalmente, otro miembro recordó que el canal a través del cual pueden presentarse aumentos generalizados sobre los precios es a través del impacto que las expectativas de inflación pueden tener sobre los incrementos salariales, los cuales a su vez podrían dar lugar a aumentos sobre los precios provenientes de la demanda agregada. En este sentido, concluyó que actualmente no existen presiones generalizadas sobre el nivel de precios, toda vez que las expectativas de inflación permanecen estables y los diversos indicadores del mercado laboral sugieren que no hay incrementos desproporcionados y generalizados en las demandas salariales.

La mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que se prevé que para el cierre del año la inflación general se ubique por debajo de 4 por ciento. No obstante, algunos miembros señalaron que las expectativas de inflación continúan alejadas de la meta. En particular, uno de ellos señaló que, a pesar del ligero descenso en la primera quincena de noviembre, los especialistas continúan esperando que la inflación general se mantenga por arriba de 4 por ciento al cierre de 2012, al tiempo que las de mediano y largo plazo no presentan indicios de anclarse en el objetivo. En este sentido, un miembro afirmó que el hecho de que sólo recientemente las expectativas relativas al largo plazo registren una leve mejoría podría interpretarse como indicativo de que el público tiene

reservas sobre el compromiso del Banco Central con la meta permanente del 3 por ciento. Otro miembro señaló que la inflación esperada implícita en el mercado de bonos a 10 años se ubica cerca de 4 por ciento. En este contexto, algunos miembros advirtieron que una inflación en la cota superior del intervalo de variabilidad, así como la falta de anclaje de las expectativas en el objetivo permanente, pueden complicar el control futuro de la inflación si los agentes económicos incorporan esta situación en su proceso de formación de precios, lo que, según uno de ellos, impondría costos innecesarios a la sociedad.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para la inflación en el margen se ha atenuado. Argumentaron que esto se debe principalmente a las perspectivas de una moderación de la actividad económica en los siguientes trimestres, en un contexto donde la brecha del producto está alrededor de cero y los choques que condujeron a la elevación de la inflación se han revertido. Otros miembros de la Junta sostuvieron que el balance de riesgos para la inflación no se ha modificado, si bien uno de ellos reconoció que se han disipado las amenazas más inminentes sobre el comportamiento del nivel general de precios.

A pesar de lo anterior, todos los miembros de la Junta señalaron que persisten algunos riesgos al alza para la inflación en el corto plazo. En particular, algunos miembros arguyeron que se deberá estar vigilante a la materialización de nuevos choques de oferta ya que, en un contexto de menor holgura, ello podría conllevar riesgos de contaminación importantes. Asimismo, algunos miembros de la Junta advirtieron sobre los riesgos de que continúen las presiones provenientes de los incrementos salariales. Un miembro señaló en relación con ello la proximidad de la negociación del salario mínimo y la reciente homologación de la zona "B" con la zona "A" de salarios mínimos, a lo que otro miembro respondió que dicha homologación no debiera tener un mayor impacto sobre la inflación dada la pequeña proporción de la población en la zona "B". La mayoría de los miembros señaló como otro riesgo la posibilidad de que surjan nuevos episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros, lo que podría presionar al alza el tipo de cambio del peso frente al dólar, complicando la reducción de la inflación. Adicionalmente, la mayoría percibió como riesgo para la inflación en el corto plazo la posibilidad de que se presenten condiciones climáticas desfavorables que pudieran incidir sobre los precios internacionales de los granos y de los alimentos. De manera relacionada, un miembro señaló que, a

pesar del descenso de la cotización internacional del maíz amarillo, el maíz blanco no ha bajado de precio, y mencionó la posibilidad de aumentos adicionales de la leche en polvo y de la carne de res. Asimismo, enfatizó que el persistente aumento de los precios de los alimentos podría sobredimensionar la percepción de la mayoría de la población sobre la magnitud del fenómeno inflacionario.

La mayoría de los miembros de la Junta apuntó como un riesgo adicional para la inflación la posibilidad de que se observen aumentos en los precios y tarifas del sector público mayores a los previstos. Uno de ellos destacó también que la brecha entre los precios internos y los externos de la gasolina continúa generando un costo fiscal, por lo que existe la posibilidad de un ajuste brusco. Sin embargo, otro miembro respondió que una corrección en estos precios generaría inflación en el corto plazo, pero que haría más sostenible un ambiente de baja inflación en el largo plazo. Agregó que un ajuste favorable en las finanzas públicas podría generar una baja en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, fortaleciendo la señal de que no habrá dominancia fiscal.

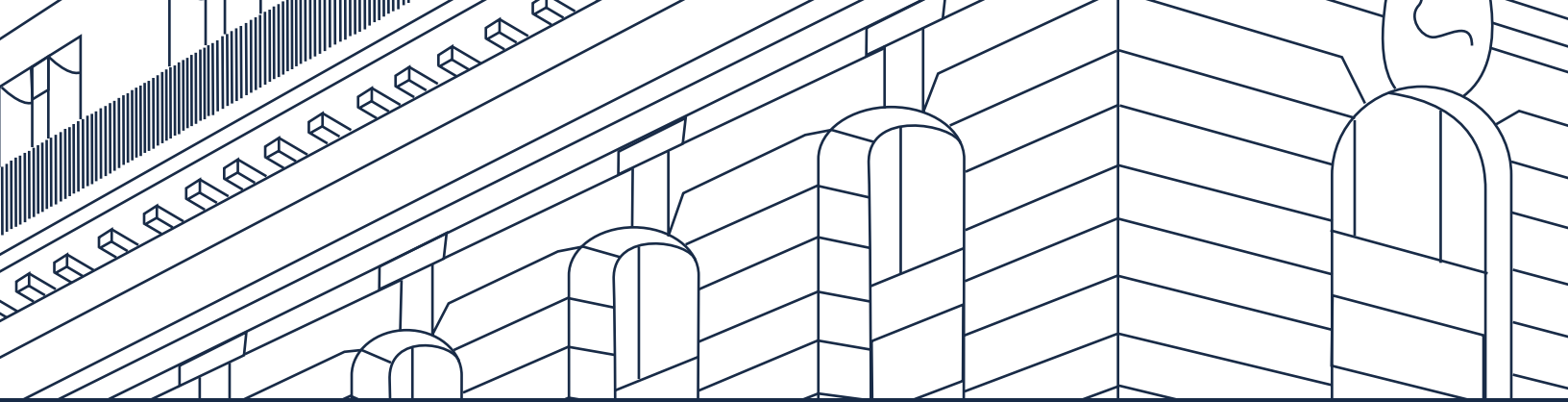
Por otro lado, la mayoría de los miembros coincidió en que existen también riesgos a la baja para la inflación. En este sentido, un miembro de la Junta afirmó que, de seguirse aprobando algunas de las reformas estructurales propuestas, la demanda agregada podría crecer a mayores tasas sin generar presiones inflacionarias, al verse incrementado el potencial de crecimiento del país. Adicionalmente, otro miembro sostuvo que la desaceleración de la actividad económica mundial generará menores presiones inflacionarias en el mediano plazo. De manera relacionada, un miembro apuntó que difícilmente se observará una situación de presiones generalizadas sobre los precios, dada la desaceleración de la economía mexicana y la atenuación de las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de los precios de las materias primas.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el Banco de México deberá continuar vigilante para actuar de manera oportuna para lograr la convergencia al objetivo permanente de inflación. En este sentido, la mayoría recalcó que, a pesar de la reciente disminución de la inflación, la Junta deberá estar atenta para evitar riesgos de contaminación de los precios y que, en caso de que no se consolide la trayectoria descendente de ésta, sería prudente ajustar la postura monetaria para garantizar dicha convergencia.

#### 4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno del Banco de México, a partir de las intervenciones de sus integrantes, resolvió mantener en 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Esta decisión se adoptó por unanimidad de votos.

Considerando que el aumento de la inflación en los meses anteriores se debió fundamentalmente a choques de naturaleza transitoria, que no hay evidencia de un proceso de aumentos generalizados de precios, que no se han presentado nuevos choques y que los cambios en la tendencia de la inflación general y subyacente que se habían previsto parecen estarse confirmando, la Junta de Gobierno ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Sin embargo, si se presentan nuevos choques a la inflación, aun si se presumen transitorios, y los cambios en la tendencia de la inflación general y de la subyacente no se consolidan, la Junta estima que podría ser procedente un ajuste al alza en la tasa de interés de referencia, con el objeto de consolidar el anclaje de las expectativas de inflación, prevenir la contaminación al resto de los procesos de formación de precios en la economía nacional y no comprometer la convergencia de la inflación al objetivo permanente del 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de diciembre de 2012

