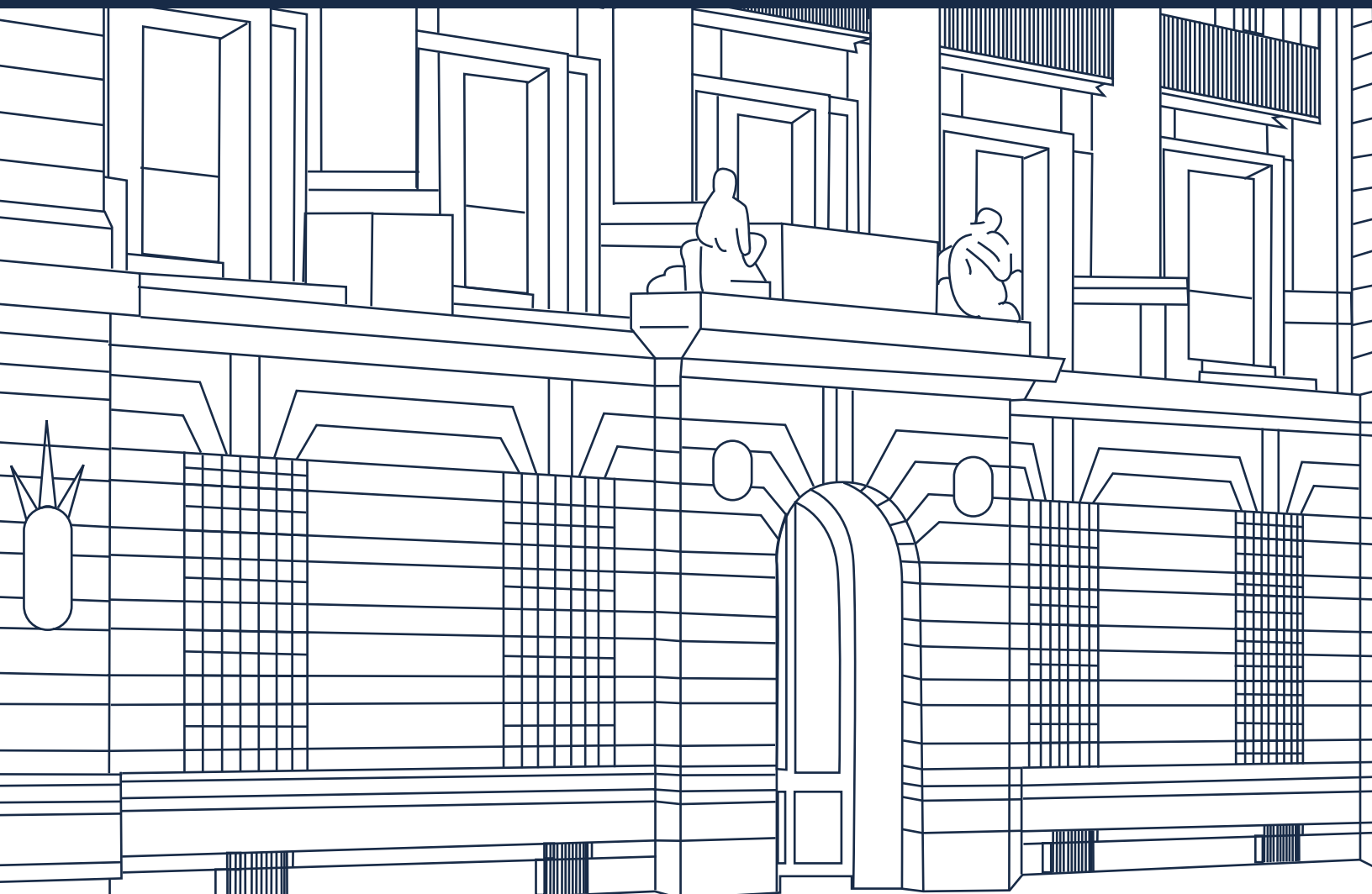




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 14

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 7 de septiembre 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: 6 de septiembre 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

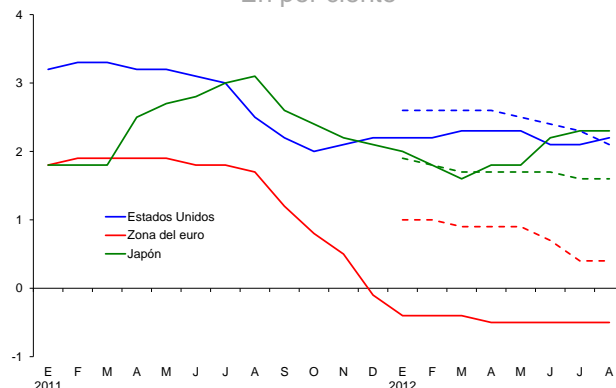
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

El crecimiento de la economía mundial ha continuado mostrando indicios de debilidad durante el tercer trimestre, particularmente en Europa. Además, la actividad en las economías emergentes ha seguido desacelerándose. En este contexto, los riesgos a la baja para la actividad económica global han aumentado. La evolución reciente de los pronósticos de crecimiento para las principales economías avanzadas muestra un menor dinamismo en los últimos meses, en particular en la zona del euro, donde se anticipa una contracción para este año y un endeble crecimiento para el siguiente. Por su parte, las expectativas de crecimiento para Estados Unidos en 2013 han presentado una importante revisión a la baja. Finalmente, los pronósticos de crecimiento para la mayoría de las economías emergentes para 2012 y

2013, también se han venido reduciendo en fechas recientes (Gráfica 1 y Gráfica 2).

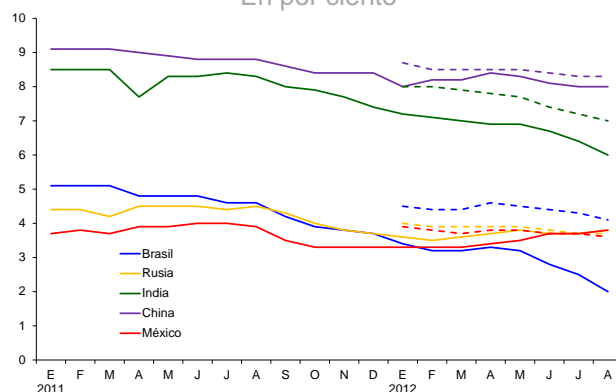
Gráfica 1
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013
En por ciento



Nota: Las líneas punteadas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento en 2013.

Fuente: Blue Chip.

Gráfica 2
Economías Emergentes: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013
En por ciento



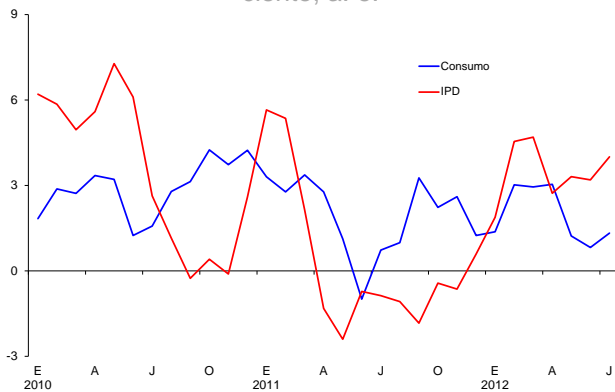
Nota: Las líneas punteadas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento en 2013.

Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos, el crecimiento de la economía continúa siendo moderado. Durante julio, el gasto en consumo privado siguió expandiéndose a un ritmo modesto (Gráfica 3). La lenta recuperación del empleo, la aún frágil situación financiera de los hogares y el entorno de incertidumbre prevaleciente se han reflejado en un deterioro adicional de la confianza de los consumidores y han impedido un crecimiento más sólido del gasto de las familias.

Gráfica 3
EUA: Consumo Privado e Ingreso Personal Disponible Reales

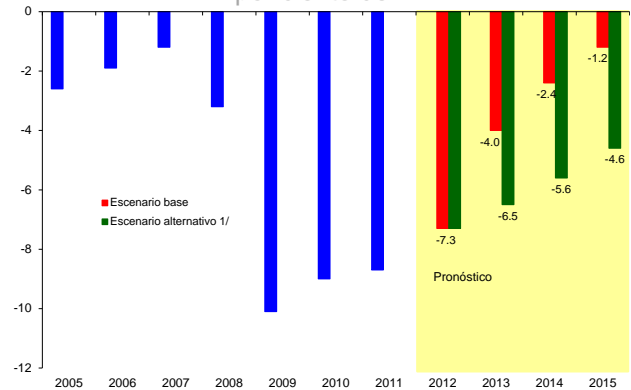
Variación sobre tres meses anualizada en por ciento, a. e.



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

Un factor importante de incertidumbre en Estados Unidos es el tamaño del ajuste fiscal que tendrá lugar durante el próximo año. De acuerdo a una reciente actualización de los pronósticos presupuestales y económicos de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), de mantenerse la legislación actual (lo que se denomina escenario base), tendría lugar una consolidación fiscal de alrededor de 3.3 puntos porcentuales del PIB en Estados Unidos en 2013 (Gráfica 4). La magnitud de dicho ajuste provocaría una severa disrupción en la actividad económica y, en particular, en la creación de empleos. La CBO considera un escenario alternativo donde se modifican algunas de estas provisiones, como permitir la continuación de la mayoría de los recortes de impuestos, posponer la disminución de los pagos de los servicios médicos e impedir la entrada en vigor de los recortes automáticos al gasto. En el escenario alternativo el déficit se reduciría de 7.3 por ciento del PIB en 2012 a 6.5 por ciento en 2013, es decir un ajuste fiscal menor a un punto porcentual del PIB, lo cual tendría un impacto negativo menor sobre la actividad económica y el empleo.

Gráfica 4
EUA: Balance Fiscal
 En por ciento del PIB

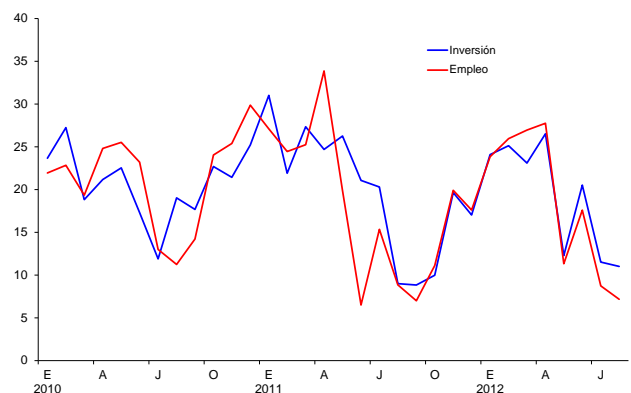


1/ Expiran reducción impuesto nómina y renovación de los beneficios al seguro de desempleo; se extienden provisiones impositivas de 2001 y 2003 que expiran en 2013; se pospone la disminución de los pagos de servicios médicos (Medicare) y no entran en vigor recortes automáticos al gasto decretados por la Ley de Control Presupuestal de 2011.
 Fuente: CBO.

Los posibles efectos adversos de la política fiscal de los Estados Unidos en 2013, y la situación en Europa, en combinación con otros factores, han provocado un deterioro adicional en la confianza sobre el desempeño futuro de la economía estadounidense. Esto se evidencia en la caída en julio y agosto de las expectativas de negocios para empleo e inversión, derivadas de las dos principales encuestas regionales de actividad manufacturera en Estados Unidos, luego de haber mostrado un repunte en junio (Gráfica 5).

Gráfica 5
EUA: Expectativas de Negocios en los Próximos 6 meses^{1/}

Balance neto de respuestas en por ciento, a. e.

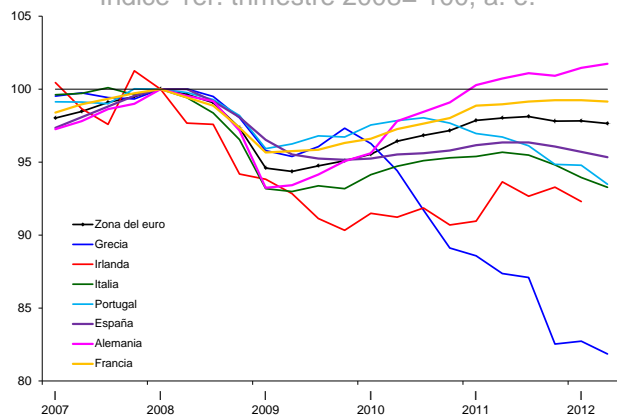


1/ Representa un promedio simple entre las dos encuestas.
 a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: *Empire State Manufacturing Survey* del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Business Outlook Survey* del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.

En la zona del euro, el PIB se contrajo 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, lo que reflejó caídas del producto en varias de las economías de la región. Así, la economía de la zona del euro se encuentra todavía 2.4 por ciento por debajo del nivel que tenía en el primer trimestre de 2008 (Gráfica 6). En este contexto, debido a la combinación de tensiones en los mercados financieros y la austeridad fiscal que enfrentan varios países del área, se prevé que la contracción de la actividad económica en la zona del euro continuará en el tercer trimestre del año. Esto se reflejará en un lento avance en el proceso de corrección de los desbalances al interior de la región.

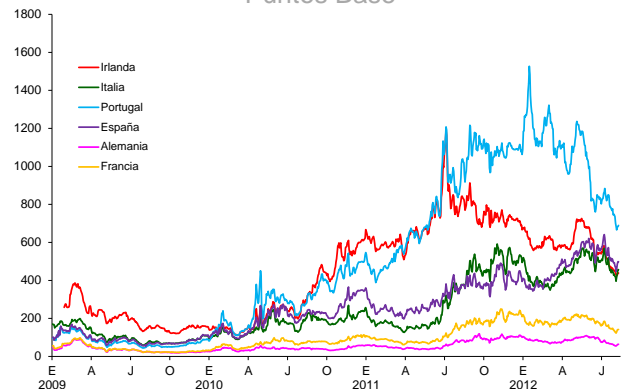
Gráfica 6
Zona del Euro: PIB Real
Índice 1er. trimestre 2008= 100, a. e.



Nota: Irlanda con información al primer trimestre de 2012.
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística de Portugal.

Después del deterioro en los mercados financieros internacionales que tuvo lugar durante el segundo trimestre, la mejoría que se ha observado en dichos mercados en las últimas semanas ha sido notoria. Esto después de declaraciones y acciones muy agresivas por parte del Banco Central Europeo (BCE) en favor de mantener la integridad del euro. Las acciones adoptadas por el BCE son de amplio alcance, aunque en el mediano y largo plazo no sustituyen a medidas esenciales en otras materias, como en el ámbito fiscal, bancario y de reformas estructurales. Así, no puede descartarse la posibilidad de un nuevo choque a las primas de riesgo en los mercados financieros internacionales (Gráfica 7).

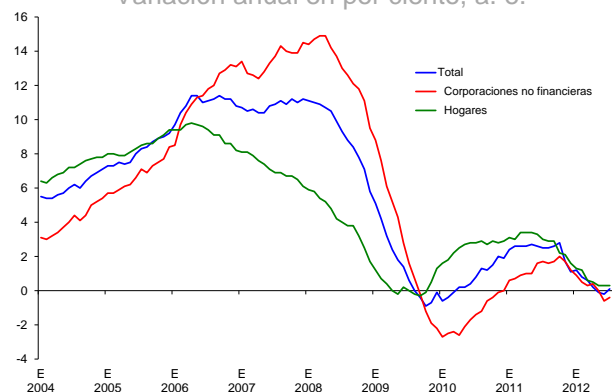
Gráfica 7
Zona del Euro: Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano
Puntos Base



Fuente: Bloomberg.

Las condiciones de otorgamiento de préstamos a empresas en la zona del euro se mantuvieron restrictivas en el segundo trimestre de 2012, debido, entre otros factores, a la débil posición de capital de los bancos y a las inciertas expectativas macroeconómicas. Al respecto, se han observado mayores márgenes en las tasas de interés de los préstamos bancarios a las empresas privadas no financieras y continúa la reducción en la tasa de crecimiento del crédito bancario a las empresas y hogares en la región (Gráfica 8).

Gráfica 8
Zona del Euro: Préstamos de Instituciones Financieras al Sector Privado No Financiero
Variación anual en por ciento, a. e.



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

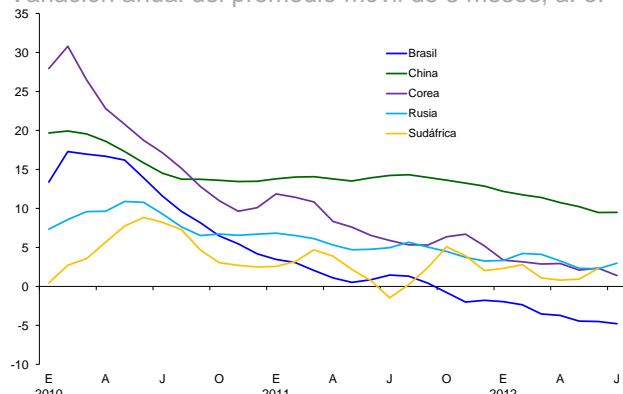
Por otra parte, los ajustes requeridos en algunos países para reducir sus desbalances de cuenta corriente lucen complicados, no sólo por la magnitud de los mismos sino también por la necesidad de financiar dichos desbalances durante un período probablemente largo.

En las economías emergentes ha continuado la moderación en el crecimiento de la producción industrial, que se hizo evidente desde comienzos de 2011. En Brasil dicho crecimiento es incluso negativo (Gráfica 9). Estas economías han resentido la debilidad de la demanda de las economías avanzadas. Hacia adelante, los indicadores prospectivos de las economías emergentes sugieren que dicha tendencia continuará en los próximos meses (Gráfica 10).

Gráfica 9

Economías Emergentes: Producción Industrial

Variación anual del promedio móvil de 3 meses, a. e.



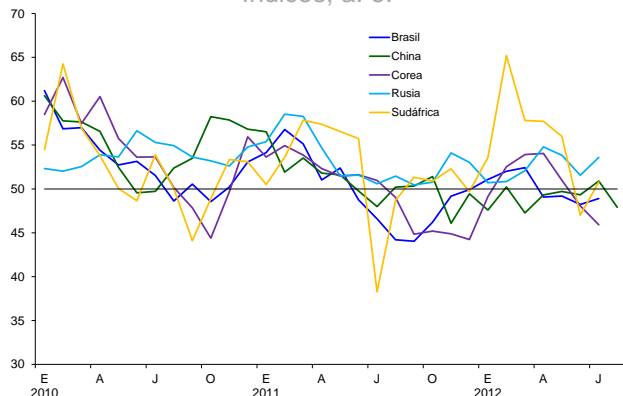
a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics, Oficinas de Estadística Nacionales.

Gráfica 10

Economías Emergentes: Índices de Gerentes de Compras Manufacturero: Producción

Índices, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

Los precios de los productos primarios han continuado al alza en las últimas semanas, aunque a un ritmo más moderado, reflejando principalmente la evolución de los precios del petróleo. Esto debido, en parte, a la mayor preocupación relacionada a la oferta de crudo proveniente de los países productores de Medio Oriente. Por su parte, después de varios meses de incrementos, los

precios de los granos han registrado una ligera caída, particularmente los del maíz y del trigo. No obstante, los precios de los granos se mantienen en un nivel elevado debido a las sequías registradas en Estados Unidos y en Europa del Este, las cuales provocaron una disminución en los rendimientos de las cosechas, afectando los inventarios mundiales de maíz y trigo. La mayor variabilidad esperada en los rendimientos de la cosecha del actual ciclo agrícola y la incertidumbre relacionada a la superficie de siembra para el próximo ciclo, podrían generar volatilidad en los precios las próximas semanas.

A pesar de esto y en congruencia con la fragilidad económica global, los analistas continúan anticipando, en general, niveles de inflación para 2012 y 2013 menores que los de 2011. Lo anterior ha motivado un mayor relajamiento de la política monetaria en varias economías avanzadas y emergentes. Se prevé que en diversas economías también se puedan adoptar posturas más acomodaticias, como ya sucedió en la zona del euro.

La inflación general anual en Estados Unidos ha continuado disminuyendo, ubicándose en 1.4 por ciento en julio, cifra menor a la de 1.7 por ciento observada en junio. En este contexto, la Reserva Federal ha seguido manteniendo inalterada su banda objetivo de 0 a 0.25 por ciento para la tasa de fondos federales, dadas las bajas tasas de utilización de recursos y la ausencia de presiones inflacionarias de mediano plazo. Además, en semanas pasadas decidió continuar hasta diciembre de este año (originalmente concluía en junio) con su programa para extender el vencimiento promedio de sus tenencias de valores. La Reserva Federal también acordó mantener su política actual de reinversión de pagos de principal de vencimientos de deuda de agencias y de valores respaldados por hipotecas, así como la de bonos del Tesoro en su poder. En las minutas de su reunión de agosto, la Reserva Federal señaló que una gran cantidad de miembros del Comité de Política juzgó que un estímulo monetario adicional probablemente estaría justificado relativamente pronto, a menos que la información disponible apunte a un fortalecimiento sustancial y sostenible en el ritmo de la recuperación económica. Asimismo, de acuerdo a las minutas, se consideró extender la guía de tasas de interés bajas más allá de la fecha actual de "finales de 2014", y se indicó que esto podría ser particularmente eficaz si también se afirma que las tasas se mantendrán bajas aun cuando la recuperación avance.

En la zona del euro, luego de mantenerse en 2.4 por ciento desde mayo, la inflación general anual repuntó a 2.6 por ciento en agosto de acuerdo a la estimación preliminar, debido, en buena medida al alza en los precios del petróleo. En su reunión de septiembre, el BCE mantuvo sin cambio sus tasas de interés de política, después de haberlas reducido en julio en 25 puntos base. En su comunicado, el BCE señaló que debido a los elevados precios de la energía y el incremento en los impuestos indirectos se espera que la inflación continúe por encima de 2 por ciento en lo que resta del año para disminuir nuevamente por debajo de ese nivel en el transcurso del próximo año.

Adicionalmente, el BCE anunció un nuevo programa de compras de bonos soberanos en los mercados secundarios (“Outright Monetary Transactions” OMTs por sus siglas en inglés) de algunos países de la zona del euro, cuyos diferenciales de tasas representan un factor que impide el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La realización de estas operaciones estará sujeta a que los países que se beneficien del programa cumplan con la condicionalidad acordada con las instancias europeas correspondientes. El BCE indicó que estas operaciones permitirán enfrentar las severas distorsiones en el mercado de bonos soberanos resultantes de temores por parte de los inversionistas sobre una posible reversibilidad del euro. A su vez, el BCE adoptó medidas para ampliar la gama de activos que podrían ser utilizados como colateral para llevar a cabo operaciones de refinanciamiento con el Eurosistema.

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, la inflación se ha mantenido moderada y se anticipa que permanezca en niveles bajos. Así, la inflación anual al consumidor en China disminuyó de 2.2 por ciento en junio a 1.8 por ciento en julio, en tanto que en la India se redujo de 7.3 a 6.9 por ciento en el mismo periodo. En contraste, la inflación anual en Brasil se incrementó de junio a julio de 4.9 a 5.2 por ciento, sobre todo por el efecto de precios agrícolas.

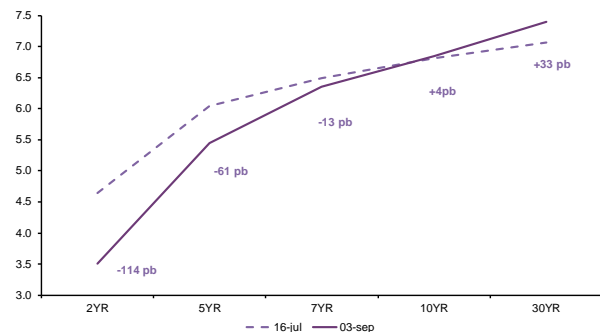
2.2. Evolución reciente de los mercados financieros

2.2.1 Mercados de economías avanzadas

En las últimas semanas, desde la última decisión de política monetaria, se fortaleció la expectativa de que los bancos centrales de los principales países desarrollados instrumentarán medidas adicionales para estimular el crecimiento económico y restablecer la estabilidad de los mercados financieros. Como se mencionó, el BCE ya anunció medidas de estímulo adicionales en su reunión de septiembre. Por su parte, en Estados Unidos la mayoría de los analistas anticipan que la Reserva Federal instrumente un tercer programa de compra de activos antes de que finalice el año.

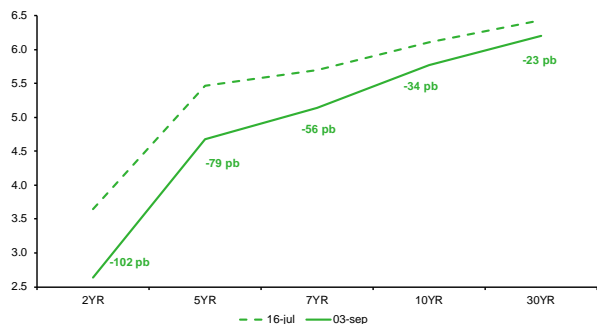
La reacción de los mercados financieros a la perspectiva de un mayor estímulo monetario en las economías avanzadas ha sido favorable y, en varios casos, exacerbada por el entorno de poca liquidez y bajo volumen de operación que predominó, como es normal, durante la temporada de verano. Destacó la disminución de la volatilidad en la mayoría de los mercados financieros, la cual alcanzó niveles no vistos en los últimos dos años, así como la disminución de los indicadores de riesgo soberano en la Eurozona, principalmente, de las tasas de interés de corto plazo en España e Italia (Gráfica 11 y Gráfica 12). Esto último como resultado de la expectativa que prevaleció sobre el posible reinicio del programa de compra de bonos gubernamentales por parte del BCE y de que dichas compras se concentraran en bonos con vencimientos menores a tres años.

Gráfica 11
Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales de España
 Porcentaje, puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 12
Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales de Italia
 Porcentaje, puntos base

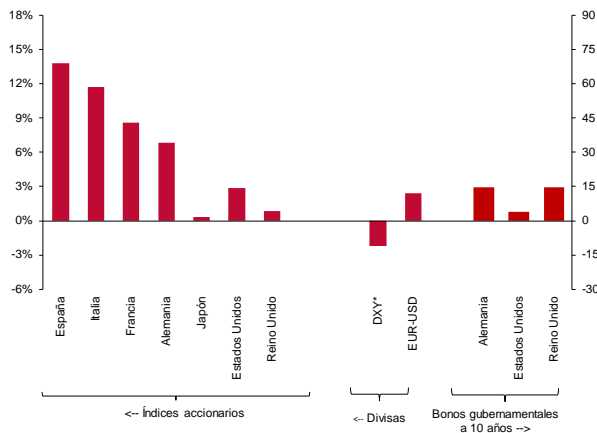


Fuente: Bloomberg.

De igual modo, los índices accionarios tuvieron avances importantes durante el periodo, sobresaliendo el incremento en el precio de las acciones del sector financiero (Gráfica 13). En los mercados cambiarios, la mayoría de las divisas se apreciaron frente al dólar, destacando el euro que revirtió la tendencia de depreciación que se había observado en los últimos meses. Al respecto, sobresalió la importante disminución de posiciones especulativas cortas en esta divisa tras los comentarios de diversos oficiales europeos quienes mostraron un fuerte compromiso por salvaguardar la estabilidad de la Unión Monetaria.

Gráfica 13
Cambios en Indicadores Financieros Seleccionados

Porcentaje, puntos base (Del 16 de julio al 3 de septiembre de 2012)



*DXY: Promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange Inc (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.
 Fuente: Bloomberg.

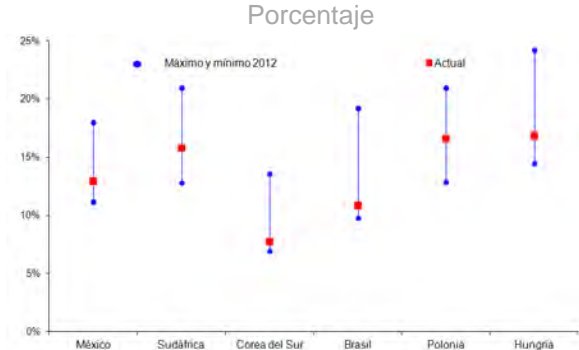
Finalmente, las tasas de interés de bonos gubernamentales en Alemania, Reino Unido y Estados Unidos aumentaron ligeramente en las últimas semanas reflejando, entre otros factores, las mejores condiciones de los mercados financieros en general y la consecuente disminución en la demanda por activos de refugio. No obstante, las tasas de interés en estos países aún se mantienen en niveles históricamente bajos.

A pesar del buen comportamiento de los mercados financieros en las últimas semanas, éstos parecen todavía vulnerables a una serie de factores de riesgo que podrían comprometer su incipiente estabilidad. En particular, los gobiernos de algunos países de la Eurozona con posiciones fiscales vulnerables, como España, aún no han solicitado formalmente ayuda financiera adicional a las autoridades europeas, lo cual es una precondition para que el BCE coadyuve a disminuir los elevados costos de financiamiento que enfrentan estos países. Adicionalmente, la comprometida situación fiscal de Grecia continúa siendo un motivo de preocupación debido a la posibilidad de que el FMI y la Unión Europea suspendan el programa de ayuda en caso de que este país no cumpla con los ajustes fiscales requeridos.

2.2.2 Mercados de países emergentes

Los activos financieros de los países emergentes, así como los correspondientes en los mercados desarrollados, continuaron presentando un comportamiento positivo ante la expectativa de mayores estímulos monetarios en los países desarrollados. A este comportamiento positivo también contribuyeron las cifras económicas en Estados Unidos, destacando las del sector laboral y del gasto del consumidor, que resultaron ligeramente mejor a lo anticipado. Lo anterior se reflejó en una moderada apreciación de la mayoría de las divisas de países emergentes frente al dólar, así como en un avance de los índices accionarios de estos países. Esta mayor disposición por tomar posiciones en activos de riesgo ocasionó que los niveles de volatilidad en los mercados de países emergentes permanecieran cercanos a los niveles mínimos del año (Gráfica 14).

Gráfica 14
Volatilidad Implícita en las Opciones de Tipo de Cambio con Vencimiento a un Mes

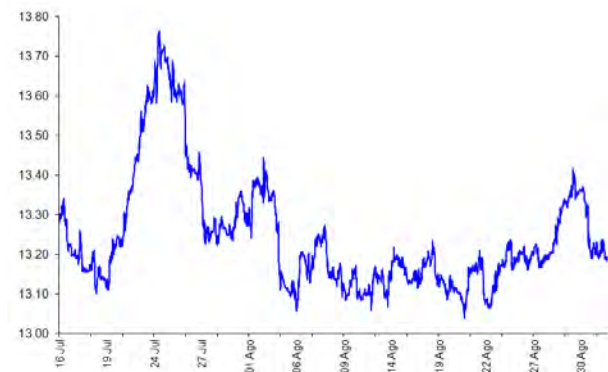


Nota: Basado en cotizaciones de opciones peso dólar "At the Money".
 Fuente: Bloomberg.

2.2.3 Mercados financieros en México

En México, el peso mostró una apreciación moderada como resultado tanto de los eventos del sector externo (principalmente de Europa y Estados Unidos), como de las cifras económicas positivas publicadas en México, las cuales confirman los sólidos fundamentos de la economía (Gráfica 15).

Gráfica 15
Tipo de Cambio Peso Dólar
 Pesos por dólar

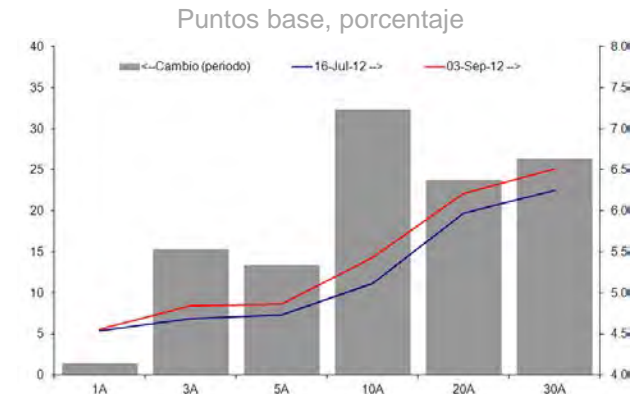


Nota: Cotizaciones tomadas intradía cada 10 minutos.
 Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales de largo plazo mostraron alzas moderadas, en tanto que la pendiente de la curva de rendimiento, medida a través del diferencial entre las tasas de interés a plazo de 3 y 30 años, se incrementó ligeramente (Gráfica 16). Este comportamiento fue muy similar a lo observado en la mayoría de los mercados de los países

desarrollados e incluso de algunos emergentes, y se debió principalmente al entorno de mayor estabilidad en los mercados financieros así como a las cifras económicas en Estados Unidos que superaron las expectativas del mercado.

Gráfica 16
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales



Fuente: Banco de México con datos de PIP.

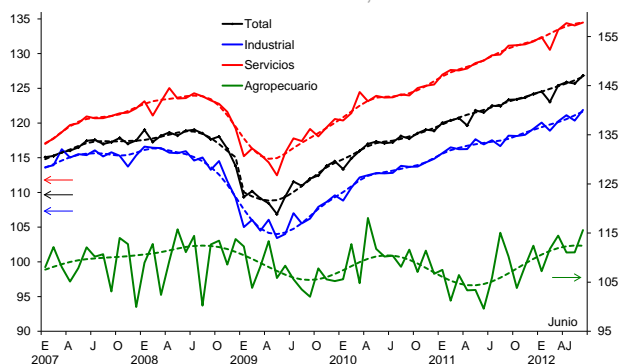
Finalmente, los analistas continúan postergando la expectativa para el próximo movimiento de la tasa de referencia de política monetaria. De acuerdo con la encuesta de Banamex del 4 de septiembre de 2012, el promedio de los analistas anticipa que el siguiente cambio sea un incremento de 25 puntos base en septiembre de 2013.

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

2.3.1. Actividad económica

La información más oportuna sobre la evolución de la actividad productiva y la demanda agregada indica que la economía en su conjunto continúa presentando una tendencia positiva (Gráfica 17). En efecto, la economía mexicana se ha mostrado resistente a las adversas condiciones existentes en los mercados financieros internacionales y al menor ritmo de crecimiento que se ha registrado en la economía mundial, de tal modo que tanto las exportaciones manufactureras, como la demanda interna, han continuado presentando un elevado dinamismo.

Gráfica 17
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índice 2003 = 100, a. e.

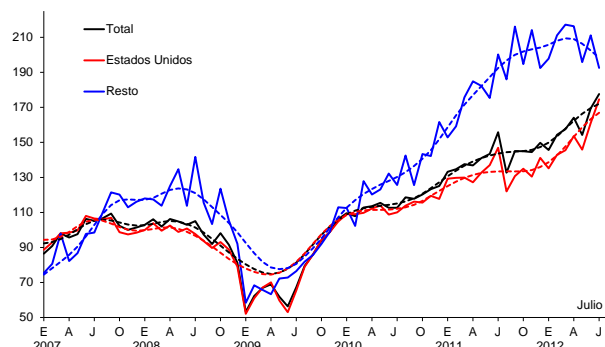


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

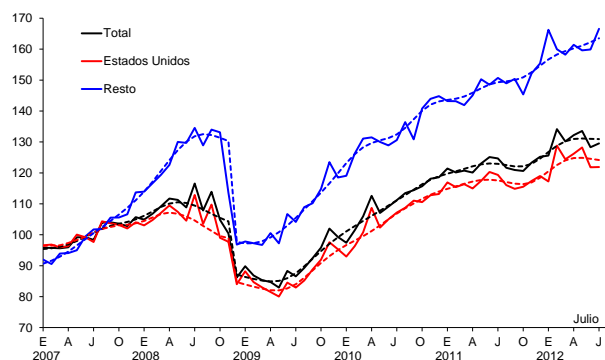
En particular, en lo que corresponde a la demanda externa, las exportaciones manufactureras dirigidas tanto a Estados Unidos como al resto del mundo, han presentado una evolución favorable (Gráfica 18). En este contexto, la depreciación que ha registrado el tipo de cambio real, en relación a los niveles de la primera mitad de 2011, ha contribuido al dinamismo de las exportaciones y podría haber conducido al incremento que se ha observado en la participación de México dentro de las importaciones de Estados Unidos (Gráfica 19).

El dinamismo de la demanda externa condujo, a su vez, a que la producción manufacturera haya continuado presentando una evolución positiva en el segundo trimestre del año. Destaca que este dinamismo ha caracterizado tanto a la producción de equipo de transporte, como al resto de las manufacturas (Gráfica 20 y Gráfica 21).

Gráfica 18
Indicadores de las Exportaciones
Manufactureras
 Índice 2007 = 100, a. e.

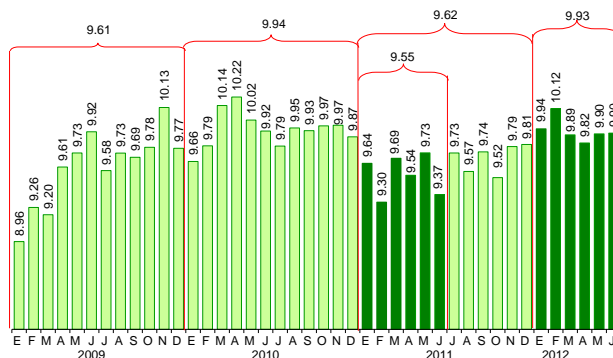


No Automotriz



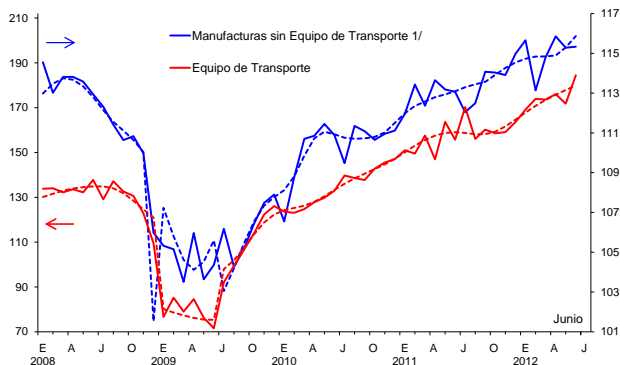
a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 19
Participación de México en las Importaciones
de Estados Unidos
(Sin Petróleo y Sin Automotriz)
 Por ciento, a. e.



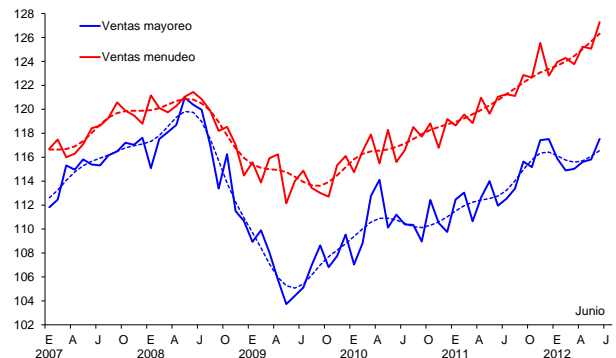
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

Gráfica 20
Producción Manufacturera^{1/}
Índice 2003 = 100, a. e.



1/ Elaboración de Banco de México con datos del INEGI.
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

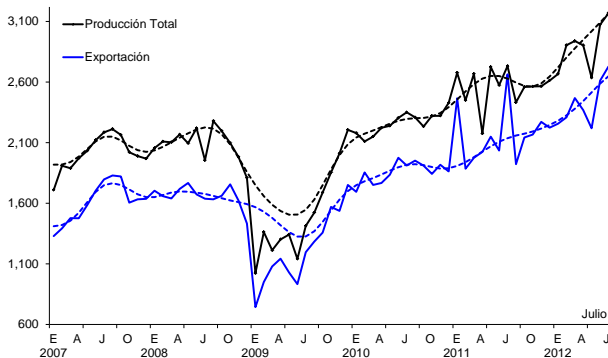
Gráfica 22
Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índice 2003 = 100, a. e.



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

Gráfica 21
Producción y Exportación de Vehículos Ligeros

Miles de unidades anualizadas, a. e.

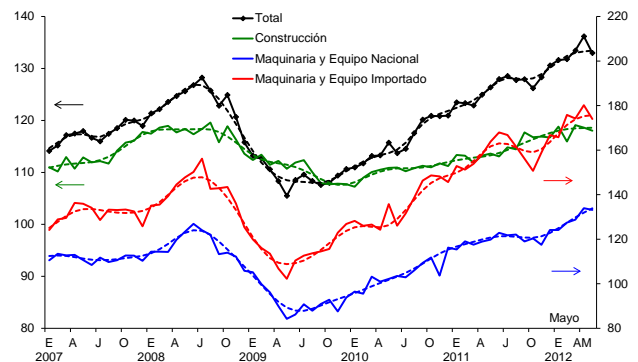


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).

Por su parte, los indicadores más oportunos sobre la demanda interna sugieren que ésta también mostró una trayectoria creciente en el periodo abril-junio de 2012. En particular, en lo que corresponde al consumo privado, las ventas al menudeo de los establecimientos comerciales continuaron registrando una expansión, a la vez que las ventas al mayoreo presentaron una recuperación en el segundo trimestre, después de haber mostrado una contracción a principios de año (Gráfica 22).

De manera similar, la inversión fija bruta siguió registrando una tendencia positiva, si bien más moderada que en el primer trimestre del año (Gráfica 23).

Gráfica 23
Inversión y sus Componentes
Índice 2005=100, a. e.

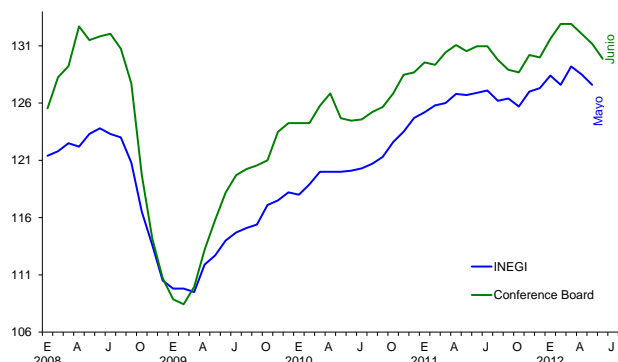


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

No obstante la fortaleza que ha exhibido la economía mexicana ante el menor dinamismo de la economía mundial, algunos indicadores prospectivos sugieren que la economía nacional pudiera presentar una evolución relativamente moderada en los próximos meses (Gráfica 24), lo que en parte sería congruente con la desaceleración de la economía mundial.

Gráfica 24 Indicadores Adelantados para la Economía Mexicana

Índice 2003 = 100, a. e.



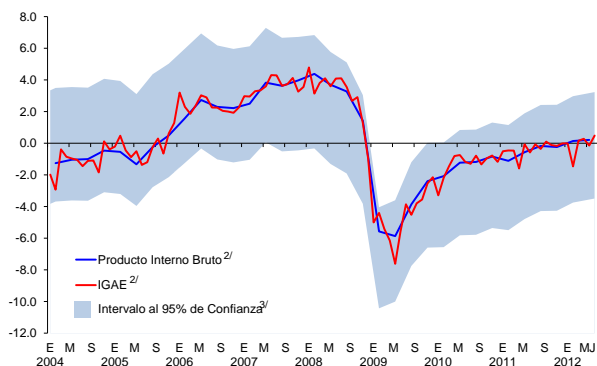
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y The Conference Board.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

La evolución de la economía en el segundo trimestre del año condujo a que la brecha del producto prácticamente se haya cerrado, ubicándose en niveles cercanos a cero (Gráfica 25). No obstante, los mercados de los principales insumos para la producción, en particular el laboral, no registran presiones sobre sus precios, a la vez que no se observan presiones de demanda sobre las cuentas externas del país.

Gráfica 25 Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/} Porcentajes del producto potencial



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

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2012; cifras del IGAE a junio 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 particular, las tasas de desocupación, de ocupación en el sector informal y de subocupación permanecen en niveles superiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 26). Destaca, no obstante, que la tasa de desocupación nacional parecería estar mostrando una trayectoria descendente más notoria, a la vez que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó presentando una tendencia positiva (Gráfica 27).

Gráfica 26 Tasas de Subocupación, de Desocupación y de Ocupación en el Sector Informal

Por ciento, a. e.



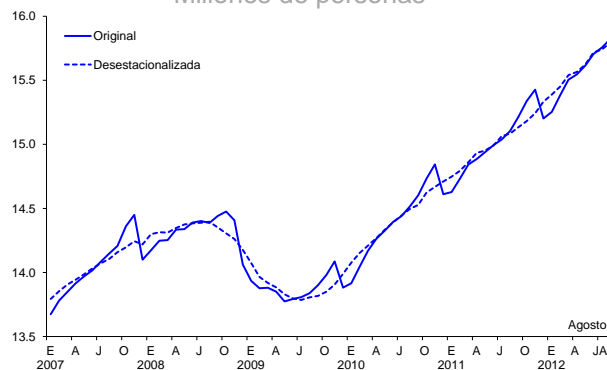
1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Gráfica 27 Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}

Millones de personas

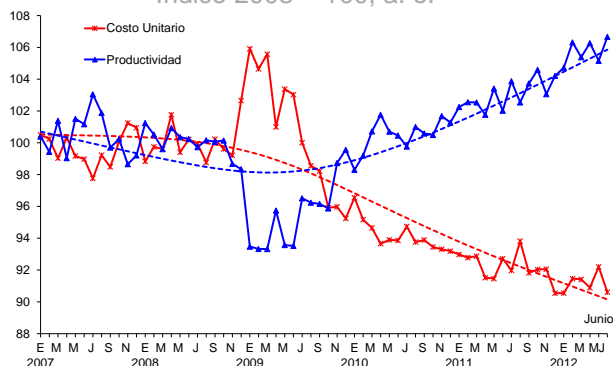


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

En este contexto, se registraron aumentos salariales relativamente moderados durante el segundo trimestre del año. Lo anterior, junto con la tendencia creciente que presentó la productividad media del trabajo, ha conducido a que los costos laborales unitarios hayan continuado mostrando niveles reducidos (Gráfica 28). Así, dichos costos no se han constituido como un factor de presión sobre los precios.

Gráfica 28
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 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.

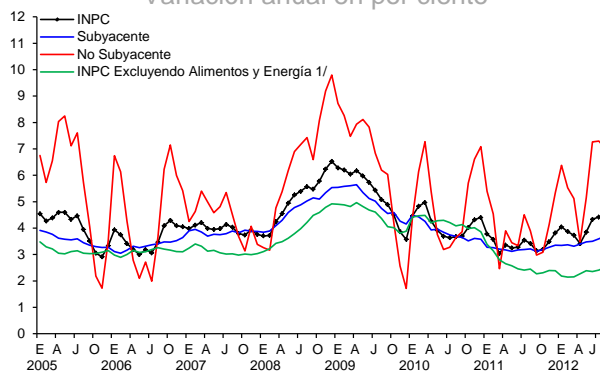
En los últimos meses, el financiamiento al sector privado no financiero continuó creciendo con un dinamismo similar al registrado a principios del año. Por el lado de las empresas, los mercados de deuda interno y externo operaron con normalidad, a pesar de la incertidumbre en los mercados internacionales. En el mismo sentido, el crédito bancario otorgado a las empresas continuó creciendo con un ritmo sostenido. Por su parte, el crédito a los hogares también mantuvo una trayectoria de crecimiento estable. En este contexto de expansión de la cartera de crédito al sector privado no financiero, el mercado no ha mostrado señales de sobrecalentamiento. Las tasas de interés permanecen en niveles estables e históricamente bajos, al tiempo que los índices de morosidad se sitúan en niveles reducidos y sin presentar cambios significativos.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual en la primera quincena de agosto de 2012 fue 4.45 por ciento, mientras que en junio del mismo año fue 4.34 por ciento (Gráfica 29 y Cuadro 1). Así, desde junio de 2012 la inflación general anual ha rebasado la cota superior del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta puntual de 3 por ciento. Este desempeño, en lo fundamental, es atribuible a la ocurrencia de choques de oferta que han afectado los precios relativos de algunos alimentos, y cuyo efecto sobre la inflación se anticipa sea transitorio.

La inflación subyacente anual en la primera quincena de agosto de 2012 fue 3.70 por ciento (en junio fue 3.50 por ciento, Gráfica 29 y Cuadro 1). Las variaciones anuales de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios en la quincena de referencia fueron 5.27 y 2.40 por ciento, respectivamente (en junio estos datos fueron 4.66 y 2.54 por ciento, Gráfica 30). Por una parte, las alzas en los precios internacionales de las materias primas han tenido un impacto en los precios de un grupo de alimentos procesados. Por otra parte, a pesar del bajo traspaso de movimientos cambiarios a los precios, el mayor ritmo de crecimiento de los precios de las mercancías ha sido producto de la depreciación que presentó el tipo de cambio desde mediados de 2011. Finalmente, la inflación anual del índice subyacente de servicios, que es la que mejor refleja las condiciones domésticas que afectan la inflación, se ha mantenido en niveles bajos. Así, continúa el ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios.

Gráfica 29
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



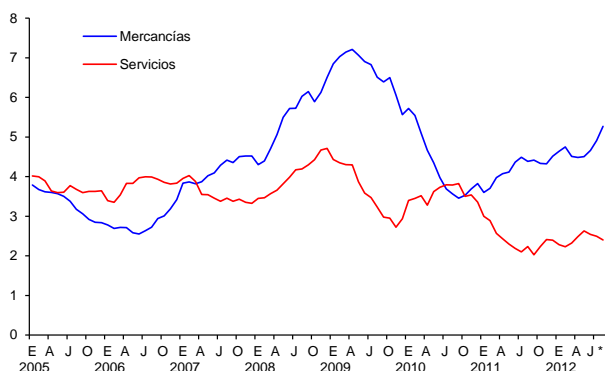
Fuente: Banco de México e INEGI.

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

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

Gráfica 30
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación anual en por ciento



* El último dato corresponde a la primera quincena de agosto de 2012.
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual en la primera quincena de agosto de 2012 fue 7.03 por ciento. Así, este indicador mantuvo una elevada contribución a la inflación general anual aun cuando presentó una ligera disminución con relación al nivel que alcanzó en junio (7.26 por ciento, Cuadro 1). Al respecto, destaca que la variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios fue 10.22 por ciento en el periodo de referencia (11.29 por ciento en junio). En este resultado influyó de manera importante el alza que se observó en las cotizaciones del huevo, cuya producción se vio severamente afectada por el brote de influenza aviar en Jalisco (la variación anual del precio de este producto en la primera quincena de agosto de 2012 alcanzó 16.59 por ciento, mientras que en junio fue 5.90 por ciento).

En lo que concierne al efecto de los choques de oferta antes mencionados sobre la inflación, es pertinente señalar que, hasta ahora, no parece que se hayan presentado efectos de segundo orden. Así, el proceso de determinación de precios sigue caracterizándose por la ausencia de presiones de demanda agregada y en el que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo han exhibido un comportamiento estable.

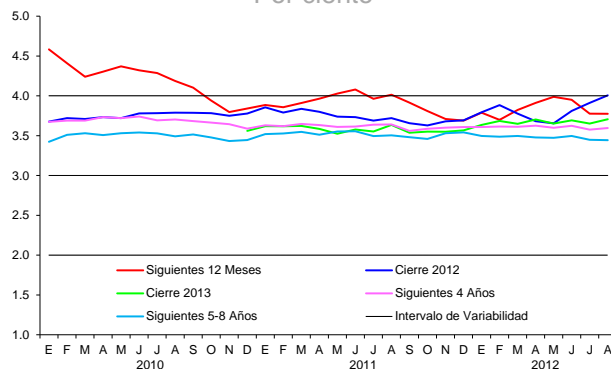
Las expectativas de inflación, con excepción de las correspondientes al cierre de 2012, han permanecido ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento. Efectivamente, las correspondientes a horizontes de corto plazo, en particular las referentes al cierre de 2012, mostraron un repunte asociado a los ajustes en precios relativos transitorios antes

referidos. De acuerdo a la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 aumentó, pasando de 3.81 por ciento en la encuesta de junio a 4.01 por ciento en la encuesta de agosto de 2012 (Gráfica 31). Lo anterior se debió, en gran medida, al incremento de la expectativa implícita para el componente no subyacente, la cual pasó de 4.70 por ciento a 5.30 por ciento en el mismo período. Por su parte, el promedio de las expectativas del componente subyacente de la inflación sólo presentó un ligero ajuste al pasar de 3.54 por ciento a 3.61 por ciento. En contraste, las expectativas de inflación para el cierre de 2013 se han mantenido prácticamente sin cambios. Así, con base en la misma encuesta, el promedio de las expectativas de inflación general para este horizonte pasó de 3.69 por ciento en la encuesta de junio a 3.71 por ciento en la correspondiente a agosto de 2012. Por su parte, el promedio de las expectativas del componente subyacente se mantuvo estable pasando de 3.47 a 3.49 por ciento en el mismo lapso.

En cuanto a las expectativas de inflación a horizontes de mediano y largo plazo, éstas prácticamente se han mantenido sin cambios en los últimos meses. Así, de acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas para los siguientes 4 años permanece alrededor de 3.60 por ciento, mientras que el correspondiente al promedio de los siguientes 5 a 8 años disminuyó ligeramente de un nivel de 3.50 en la encuesta de junio a 3.44 por ciento en la encuesta de agosto (Gráfica 31).

Gráfica 31
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes

Por ciento

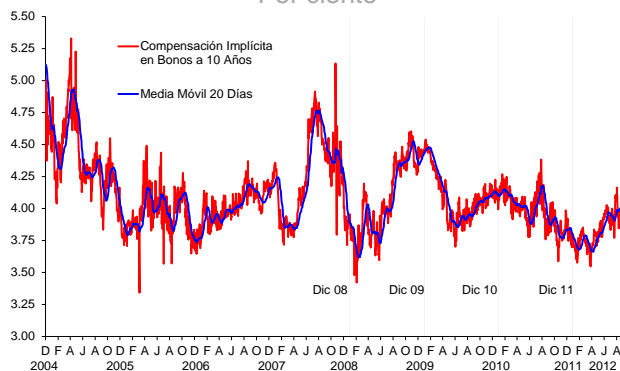


Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información que proviene de las encuestas, a partir del comportamiento de

los instrumentos financieros se puede analizar la evolución de la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo). Durante las últimas semanas, este indicador se ha mantenido en niveles alrededor de 3.9 por ciento. Derivado de lo anterior se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo son inferiores a 3.9 por ciento, considerando que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo y está incluida en este indicador (Gráfica 32).

Gráfica 32
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en
México^{1/}
 Por ciento



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

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

El pronóstico para la inflación general anual en el corto plazo considera afectaciones por dos choques específicos: primero, las alzas en los precios internacionales de los granos y, segundo, como ya había sido mencionado anteriormente por el Banco de México, las afectaciones en la producción nacional de huevo. Así, se anticipa que la inflación general anual se ubique por arriba de 4 por ciento en los siguientes meses y que en la medida en que se desvanezca el efecto de los referidos choques

ésta retome su tendencia convergente al 3 por ciento. Así, al final de 2013 se prevé que la inflación general se ubicará cerca de 3 por ciento.

Por otra parte, se anticipa que hacia el cuarto trimestre de 2012 la inflación subyacente anual retomará una trayectoria descendente, ubicándose al final de ese periodo en un nivel sensiblemente menor que el actual. Asimismo, se anticipa que esta tendencia a la baja se extenderá durante 2013 hasta alcanzar niveles que fluctúen alrededor de 3 por ciento.

La trayectoria prevista sobre la inflación enfrenta diversos riesgos. En el corto plazo se han acentuado aquellos que son al alza debido a la incertidumbre derivada de las afectaciones a la producción mundial de los granos y a la producción interna del huevo y de la posibilidad de una intensificación en la turbulencia en los mercados financieros internacionales. Por otro lado, en el mediano plazo los riesgos a la baja prevalecen como consecuencia del deterioro que se ha venido presentando en las perspectivas sobre el crecimiento económico mundial.

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

Concepto	Diciembre 2011	Junio 2012	Agosto 1q 2012
INPC	3.82	4.34	4.45
Subyacente	3.35	3.50	3.70
Mercancías	4.52	4.66	5.27
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.43	6.75
Mercancías no Alimenticias	2.39	3.29	4.12
Servicios	2.40	2.54	2.40
Vivienda	2.04	1.85	1.95
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.62	4.28
Otros Servicios	2.27	2.67	2.33
No Subyacente	5.34	7.26	7.03
Agropecuarios	3.73	11.29	10.22
Frutas y Verduras	-4.37	12.75	6.94
Pecuarios	9.76	10.37	12.37
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	5.02	5.20
Energéticos	8.30	7.87	8.33
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.30	0.00

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que la situación económica mundial ha continuado deteriorándose. A pesar de ello, todos los miembros afirmaron que la economía mexicana continúa expandiéndose, si bien la mayoría también consideró que el balance de riesgos para el crecimiento del país ha empeorado. Asimismo, todos los miembros señalaron el incremento que ha presentado la inflación general en los últimos meses y la mayoría concordó en que éste se originó por la ocurrencia de choques de oferta inesperados, cuyo efecto sobre la inflación se anticipa será transitorio. Todos consideraron que los riesgos para la inflación en el corto plazo empeoraron. La mayoría de los miembros coincidió en que persisten riesgos a la baja para la inflación para el mediano plazo. No obstante, algunos miembros señalaron que el balance de riesgos para la inflación en el mediano plazo se ha deteriorado.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó en que el ritmo de crecimiento de la economía mundial ha continuado debilitándose. En este sentido, algunos miembros indicaron que la desaceleración es producto de las dificultades prevalecientes en Europa y en Estados Unidos. Asimismo, la mayoría de los miembros precisó que continúa observándose una desaceleración en gran parte de las economías emergentes, y algunos de ellos enfatizaron que este debilitamiento se está dando de una manera sincronizada con la desaceleración de las economías avanzadas. Un miembro añadió que, en caso de que los ajustes en las economías avanzadas no se den de una manera ordenada, las repercusiones sobre el crecimiento mundial pudieran ser muy onerosas. En este sentido, otro miembro enfatizó el papel que tiene el problema de la deuda en las economías avanzadas y en algunas economías emergentes como elemento que continuará afectando el crecimiento. Así, la mayoría de los miembros reconoció que se ha dado un marcado deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial, tanto para las economías avanzadas, como para las emergentes y concluyó que los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial se han incrementado.

Profundizando en cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que su crecimiento continúa siendo modesto. En este sentido, un miembro de la Junta consideró que algunos indicadores prospectivos de dicha economía sugieren que ésta podría presentar un debilitamiento. Otro miembro añadió que el buen comportamiento que la economía de ese país había mostrado a principios de este año en algunos indicadores se ha suspendido, y que persisten riesgos de que su desempeño continúe deteriorándose. En el mismo sentido, algunos miembros de la Junta apuntaron que persiste la incertidumbre acerca del tamaño del ajuste fiscal que podría ocurrir en 2013 y del efecto que ello pudiera tener sobre el dinamismo de esta economía. Finalmente, otro miembro añadió que, independientemente del ajuste fiscal, la demanda agregada de ese país debe mostrar cambios en su composición. Enfatizó también que las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) sugieren que el desempleo se mantendría en niveles elevados, aun en el caso de que las tasas de interés permanezcan en niveles extraordinariamente bajos en los siguientes años, esto es, que prevalezca el actual o, incluso, un mayor estímulo monetario y que se evite la fuerte consolidación fiscal que está prevista en la ley. Algunos miembros, no obstante, enfatizaron la evolución de indicadores de la economía de Estados Unidos que recientemente han presentado un comportamiento favorable, dentro de los que destacan el empleo y la producción industrial en julio, así como el gasto de los consumidores. Un miembro añadió que el crecimiento de esta economía se ha sustentado en la corrección gradual de los problemas que originaron la crisis y que, en particular, la construcción y la venta de viviendas, así como el crédito bancario al sector privado, han crecido, además de que ha continuado el proceso de desapalancamiento de los hogares. Además, señaló que el consenso de los analistas mantiene un pronóstico de crecimiento ligeramente por arriba del 2 por ciento para este y el próximo año.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la situación económica de la zona del euro continúa deteriorándose, a lo que uno añadió que persisten las revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento para esa zona en 2012 y 2013. Además, otro miembro recalzó que existe un problema de financiamiento de las cuentas corrientes de los países de la Unión Monetaria Europea que podría ocasionar que la situación prevaleciente se torne insostenible. En este sentido,

un miembro de la Junta destacó que el deterioro que presenta el sistema financiero de España parece estar agravando, lo cual se manifiesta con el aumento en las salidas netas de capital en ese país. Otro miembro mencionó que, dado que los problemas de la región están muy enraizados, son de difícil solución en el corto plazo. Sin embargo, un miembro respondió que, a pesar de la salida de capitales que ha caracterizado a las economías periféricas, ha continuado el descenso de las tasas de interés para la deuda soberana, en especial de España e Italia, así como de los costos de cobertura por incumplimiento de pago en esa región. Asimismo, algunos miembros reconocieron el compromiso del Banco Central Europeo de apoyar la moneda común como un paso en la dirección correcta a la solución de los problemas de la zona. Uno de ellos recalcó que ha habido un avance en mejorar la arquitectura de Europa en términos de impulsar una unión bancaria, de tener un mismo seguro de depósito y de fortalecer la coordinación fiscal, y que el Banco Central Europeo está contribuyendo a establecer las condiciones para lograr los objetivos anteriores.

Todos los miembros de la Junta indicaron que los precios internacionales de los alimentos y de los energéticos han aumentado, lo que algunos miembros atribuyeron a fenómenos climatológicos. Un miembro comentó que la evolución de los precios de los bienes primarios ha sido errática debido al efecto de los fenómenos mencionados, de eventos geopolíticos y de las perspectivas de la economía mundial. Algunos miembros indicaron que la expectativa de los precios de los granos es al alza. Uno de ellos consideró que aumentos en los precios internacionales de materias primas y la posibilidad de que éstos continúen, han ocasionado un incremento en los riesgos al alza de la inflación en muchos países. Otro miembro afirmó que los precios a futuro en los mercados han dejado de ser predictores confiables de los precios al contado en fechas posteriores de estos bienes. Asimismo, un miembro aclaró que se espera que los efectos de los incrementos de precios de materias primas en la inflación mundial sean transitorios, a lo que otro miembro añadió que las expectativas de los precios de las materias primas son en general a la baja.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que, pese al incremento reciente en los precios internacionales de algunas materias primas, persisten condiciones deflacionarias en varias economías avanzadas. En este sentido, la mayoría destacó que, en congruencia con el menor ritmo de la actividad económica global, se espera que la inflación mundial vaya disminuyendo en 2012 y

2013. Así, la mayoría de los miembros mencionó que durante las últimas semanas se ha observado un mayor relajamiento de la política monetaria en varias economías avanzadas y emergentes, y que es probable que en algunas de ellas se adopten posturas monetarias aún más acomodaticias en los próximos meses.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que éstos han mostrado un comportamiento favorable. Uno de ellos indicó que las tasas de interés a diferentes plazos han llegado a niveles cercanos a sus mínimos históricos, inclusive las de México. En este contexto, señaló que se ha observado una apreciación de la mayoría de las monedas, incluyendo el euro respecto al dólar, y que se han presentado ganancias en las cotizaciones accionarias, inclusive en Europa y, en particular, en las cotizaciones de los bancos de esa región. Señaló que este desempeño parece responder a las mejores noticias sobre la economía de Estados Unidos y a los avances hacia la estabilización de la eurozona. No obstante, un miembro argumentó que la mejoría observada recientemente en los mercados financieros es transitoria y que se debe a las perspectivas de políticas monetarias laxas en la zona del euro y en Estados Unidos. Un miembro añadió que las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados han continuado impulsando las entradas de capital a las economías emergentes, ocasionando inclusive un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos en México. Algunos miembros destacaron que aunque el efecto de nuevas rondas de relajamiento monetario no es claro, los participantes en los mercados financieros internacionales continúan anticipando la intervención de las autoridades monetarias. Un miembro afirmó, en este sentido, que en el mediano plazo no puede descartarse un daño a la credibilidad de la política monetaria en Estados Unidos si se aplican medidas no convencionales al extremo. Así, la mayoría de los miembros mencionó que, a pesar de la mejoría reciente, aún no se pueden descartar episodios futuros de volatilidad financiera. Algunos de ellos incluso señalaron que persiste el riesgo de un evento desfavorable de mayor magnitud en la zona del euro y su posible contagio. Otro miembro, no obstante, arguyó que, en caso de que las medidas que tomen las autoridades monetarias de las economías avanzadas coincidan o superen las expectativas, los mercados financieros podrían continuar presentando una mejoría en su comportamiento.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que, a pesar del entorno internacional adverso, la economía mexicana continúa expandiéndose, y la mayoría puntualizó además que este desempeño ha sido balanceado y, en particular, que se ha derivado tanto del dinamismo de las exportaciones, como de la demanda interna. Un miembro enfatizó el papel que han tenido la producción y la exportación de vehículos en la reanimación económica de nuestro país. Asimismo, la mayoría destacó el crecimiento del consumo, que se ha visto estimulado por la expansión del crédito y la mejoría de las condiciones del mercado laboral. Algunos miembros argumentaron que la inversión también ha mostrado una tendencia positiva, y que ello puede estar asociado a una alta utilización de la capacidad instalada y a las más amplias opciones de financiamiento. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta afirmaron que el sector servicios también ha continuado presentando un elevado crecimiento.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, a pesar de lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado, principalmente debido al aumento en los riesgos a la baja para la economía mundial y, en particular, en lo que corresponde a la de Estados Unidos. No obstante, otro miembro señaló que el balance de la economía mexicana permanece sin cambio y argumentó que los indicadores prospectivos se mantienen estables y en terreno positivo, y que los analistas han ajustado al alza el pronóstico de crecimiento para 2012. En este sentido, otro miembro también reconoció que los signos de desaceleración se han presentado de manera más paulatina a lo previsto. Sin embargo, otro miembro agregó que, si bien el balance de riesgos en general se ha deteriorado, no debe descartarse la posibilidad de que se acelere el crecimiento el año entrante en caso de materializarse algunas reformas estructurales.

Todos los miembros de la Junta concordaron en que la brecha del producto se ha cerrado, a lo que un miembro añadió que ésta ya se encuentra en valores positivos, tanto para los bienes comerciables como los no comerciables, y que el uso de la capacidad instalada manufacturera es mayor a los niveles previos a la crisis. No obstante, otro miembro argumentó que el valor de la brecha no es estadísticamente distinto de cero. Sin embargo, la mayoría opinó que, a pesar de ello, aún se aprecian condiciones de holgura en la economía. En particular, la mayoría coincidió en que, a pesar de la mejoría que ha presentado el mercado laboral, aún no se observan presiones

sobre la inflación provenientes del mismo. La mayoría afirmó que tampoco se aprecian presiones de demanda en el mercado de crédito ni en las cuentas externas.

Todos los miembros de la Junta hicieron referencia a que la inflación general anual se ha incrementado recientemente y que ha alcanzado niveles superiores al 4 por ciento. La mayoría de los miembros también sostuvo que este repunte se debió a choques de oferta originados por la epidemia aviar y por el aumento en los precios internacionales de los granos derivado de fenómenos climatológicos, lo que a su vez ha presionado los precios de algunos alimentos. La mayoría de los miembros calificó estos choques como inesperados, a lo que uno de ellos agregó que dichos fenómenos representan un cambio de precios relativos que se limita a ciertos productos, como lo son las tortillas, el frijol, la carne y el huevo. Añadió que 60 puntos base de la inflación general anual de 4.45 en la primera quincena de agosto es atribuible a estos cuatro productos. Algunos miembros concluyeron que dichos choques se han reflejado principalmente en el subíndice no subyacente. Un miembro recordó que el incremento en la inflación de alimentos es un fenómeno generalizado a nivel mundial y que se ha incrementado la volatilidad en los precios de éstos, lo cual se ha dado en un contexto en donde los productores nacionales se encuentran en mayores posibilidades de trasladar incrementos en los precios de los insumos a los precios del consumidor. La mayoría de los miembros mencionó que si bien la inflación continuará durante los siguientes meses en niveles superiores al 4 por ciento, en la medida en que se desvanezca el efecto de los choques transitorios la inflación retomará una tendencia convergente al 3 por ciento.

Por otra parte, algunos miembros de la Junta afirmaron que la inflación subyacente y, en menor medida, la de servicios, han mostrado una tendencia ascendente desde hace un año. Uno de ellos agregó que aun la inflación que excluye alimentos y energía ya muestra una tendencia al alza. El otro miembro señaló que no se pueden descartar presiones de demanda y que en la evolución de la inflación parecen predominar efectos de segundo orden. Sin embargo, un miembro consideró que la inflación de servicios se ha mantenido hasta ahora en niveles bajos. Asimismo, arguyó que la inflación subyacente registró incrementos debido a cambios en precios relativos de algunos alimentos procesados resultantes de los choques ya mencionados, y

añadió que algunas mercancías no alimenticias también presentaron aumentos debido a la depreciación acumulada que ha registrado la moneda nacional en el último año. En este sentido, un miembro apuntó que esto no significa que se tenga un problema de traspaso, sino que el tipo de cambio ha permanecido en niveles más depreciados que los previstos. Agregó que no se puede descartar un escenario virtuoso en los mercados externos que pudiera dar origen a un comportamiento más favorable del tipo de cambio hacia delante, lo cual tendría efectos favorables sobre la inflación. Otro miembro recordó en este sentido que durante los dos últimos meses el peso registró una apreciación moderada.

Algunos miembros de la Junta afirmaron que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado y mencionaron como un riesgo al alza para la inflación la posibilidad de que el impacto del choque de oferta se prolongue por un periodo largo, dado que los efectos de los fenómenos climatológicos y de la epidemia aviar toman tiempo para resolverse. Uno de ellos afirmó que se ha elevado el riesgo de contagio del choque de oferta sobre los alimentos hacia otros precios debido a las siguientes razones: i) el subíndice de mercancías continúa su tendencia al alza pese a la apreciación observada; ii) cada vez un mayor número de productos registra incrementos superiores al 4 por ciento, con lo que otro miembro de la Junta concordó, puntualizando que cerca de la mitad de los bienes de la canasta del INPC y más de la mitad de las mercancías exhiben esa situación; iii) la inflación se encuentra por arriba del intervalo de variabilidad y existe la expectativa de que permanezca en esos niveles por varios meses, lo que podría afectar el proceso de formación de precios; y, iv) el incremento abrupto en las expectativas de corto plazo podría contaminar las expectativas para otros horizontes. Asimismo, para el mediano plazo, algunos miembros señalaron la posibilidad de mayores ajustes a los precios y tarifas fijados por el gobierno, en particular la posibilidad de que se modifique el precio de la gasolina, como ocurrió recientemente, dado el costo del subsidio asociado a la brecha entre los precios internos y externos. Además, mencionaron la posibilidad de que pudieran darse nuevos episodios de inestabilidad financiera que generen volatilidad en los flujos de capital y en el tipo de cambio. En este sentido, uno de ellos mencionó el riesgo del traspaso del tipo de cambio a los precios y la posibilidad de que continúen las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas. Un miembro aseveró que estos riesgos al alza tienen mayor probabilidad de materializarse

que uno a la baja proveniente de un severo debilitamiento de la economía mundial.

Con relación a lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que las expectativas de inflación han permanecido ancladas, argumentando que hasta ahora los cambios en precios relativos no han tenido efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. Algunos miembros puntualizaron que dichas expectativas no están ancladas en 3 por ciento y señalaron que las expectativas de inflación de corto plazo se han elevado y ubicado por encima del límite superior del intervalo de variabilidad, al tiempo que las de mayor plazo también se han incrementado gradualmente. Inclusive uno señaló que se mantienen tenazmente en la parte alta de dicho intervalo y que la postergación en la consecución de la meta podría poner en riesgo la credibilidad del Banco Central. No obstante, un miembro afirmó que no hay evidencia de contaminación sobre las expectativas de mediano y largo plazo, que son en las que el Banco Central se debe enfocar pues son las que pueden afectarse mediante la política monetaria, mientras que las de corto plazo primordialmente reflejan la evolución reciente de la inflación.

Si bien todos los miembros de la Junta coincidieron en que en el corto plazo han aumentado los riesgos al alza para la inflación, la mayoría puntualizó que los riesgos para la inflación en el mediano plazo han disminuido. En este contexto, la mayoría señaló como riesgo a la baja para la inflación en el mediano plazo la posibilidad de condiciones deflacionarias en algunas economías avanzadas y la prolongación de la desaceleración económica mundial. Sin embargo, un miembro afirmó que un choque negativo de demanda externa podría de hecho estar acompañado de presiones significativas sobre el tipo de cambio y, por ende, sobre la inflación. Ante estas aseveraciones, otro miembro explicó que, a diferencia de choques observados en décadas pasadas que afectaron el tipo de cambio nominal, actualmente se enfrenta un choque de ingreso proveniente del exterior que conlleva una depreciación del tipo de cambio real y, por ende, no necesariamente conduce a mayor inflación.

Todos los miembros de la Junta concordaron en que la inflación genera un costo para la sociedad. En este contexto, algunos miembros agregaron que si el Banco Central se muestra complaciente con la inflación, se puede perder credibilidad y con ello aumentarían los costos de implementación de la política monetaria. Sin embargo, otros miembros

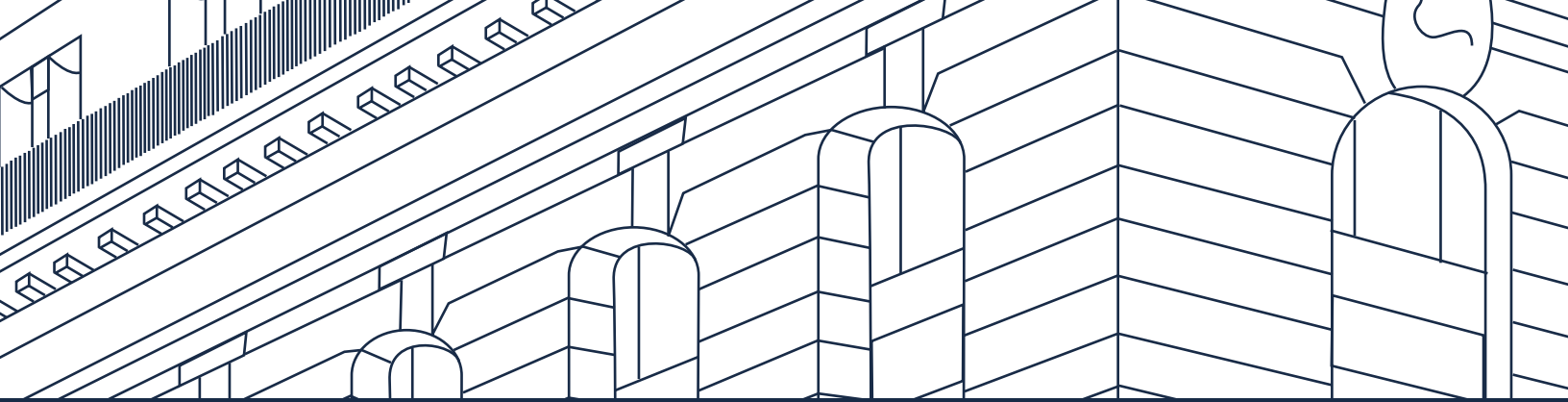
apuntaron que es importante hacer un uso prudente de los instrumentos de política monetaria ya que ésta podría no ser el mejor medio para enfrentar ciertos choques. Así, un miembro aclaró que de utilizarse la política monetaria para combatir choques transitorios a los precios, ésta podría resultar muy restrictiva, lo que ocasionaría costos a la economía y una pérdida de credibilidad. Enfatizó que dado el lapso que lleva el que la política monetaria tenga efectos sobre la inflación, se correría el riesgo de que cuando ésta empiece a tener el efecto deseado sobre la inflación, el impacto inicial de los choques transitorios ya se haya desvanecido, dejando a la economía con un nivel de tasas de interés superior al deseado. Por lo tanto, señaló que es importante realizar un diagnóstico adecuado de las fuentes inflacionarias. En este sentido, un miembro recordó que México es una economía precio-aceptante que puede ser afectada por diversos tipos de choques externos, por lo que las prescripciones de política monetaria pueden ser muy distintas dependiendo de la naturaleza del choque.

Finalmente, todos los miembros de la Junta indicaron que el Banco de México deberá vigilar los determinantes de la inflación para ajustar oportunamente la postura monetaria para alcanzar el objetivo de inflación al menor costo posible. La mayoría de los miembros coincidió en que la Junta sólo actuará en caso de observarse presiones inflacionarias que puedan contenerse a través de la política monetaria. Algunos miembros precisaron que han aumentado las razones para una posible alza en la tasa objetivo. Por su parte, la mayoría enfatizó que el Banco Central deberá vigilar el comportamiento del tipo de cambio y las condiciones monetarias de México con respecto a las del exterior, en particular en lo relacionado a las futuras acciones del Banco de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. Todos los miembros coincidieron en que la Junta de Gobierno estará atenta al comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y a las perspectivas de crecimiento mundial.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno del Banco de México, considerando las intervenciones hechas por 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.

Tomando todo lo anterior en consideración, la Junta de Gobierno estima que la postura actual de la política monetaria sigue siendo conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, por lo que ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación, dado que el comportamiento de estos podría hacer aconsejable ajustar al alza la tasa de interés de referencia. Particular atención se le pondrá a que las variaciones de precios relativos, tanto las resultantes de productos agropecuarios, como de fluctuaciones del tipo de cambio, no generen efectos de segundo orden sobre la dinámica de la inflación. Sin embargo, también se vigilará la evolución de la postura monetaria relativa frente a otros países, principalmente de los avanzados. En cualquier caso se procurará en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 21 de septiembre de 2012

