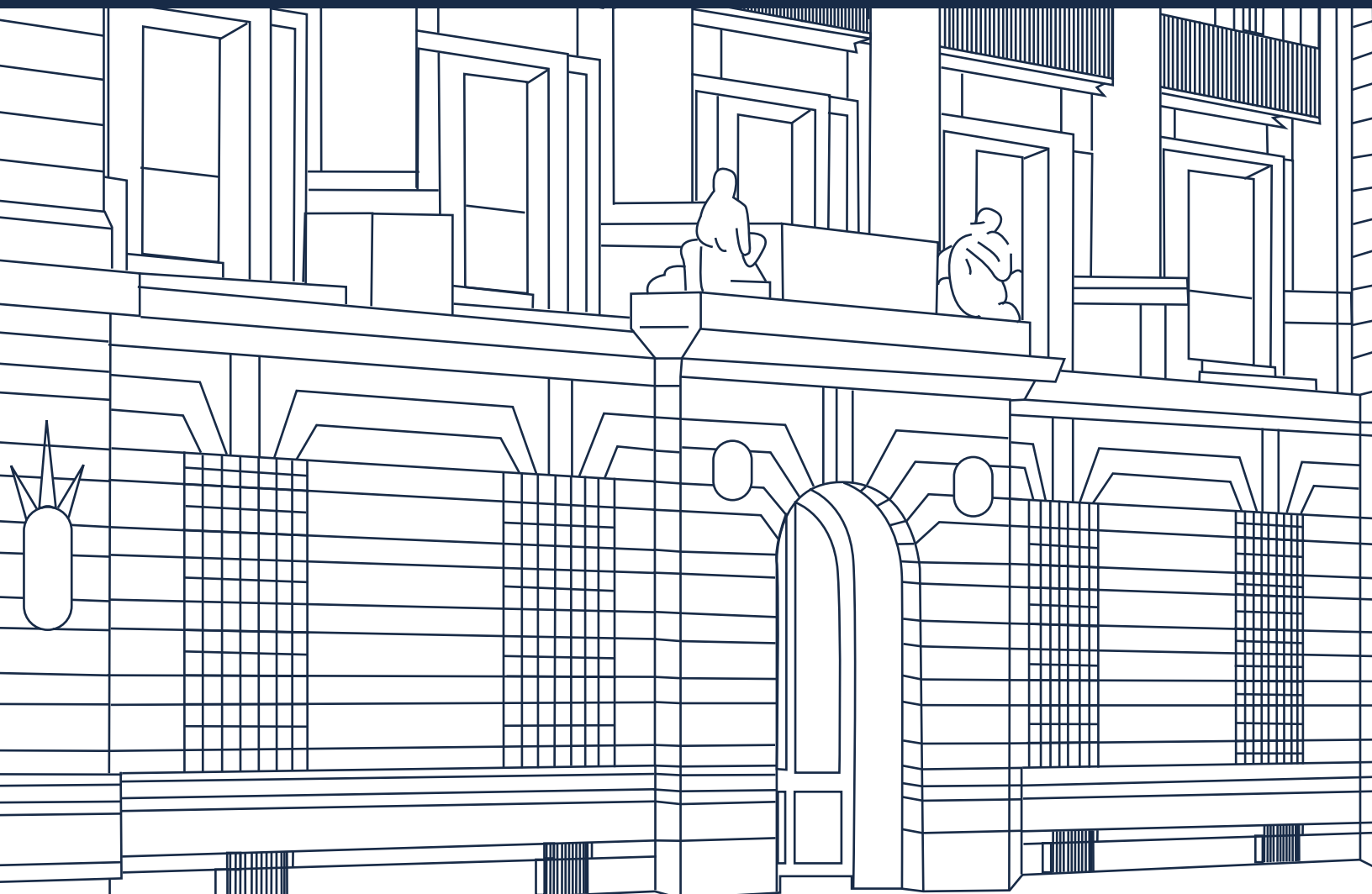




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 15

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 26 de octubre 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: 25 de octubre 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. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario Suplente 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.

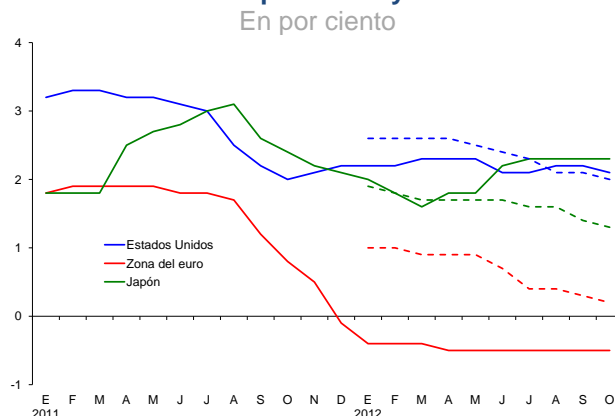
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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 siguió debilitándose durante el tercer trimestre, lo que se ha reflejado en que las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo han seguido ajustándose a la baja tanto para las principales economías avanzadas, como para las emergentes. En particular, los pronósticos de crecimiento de la zona del euro continúan apuntando a una contracción del PIB para 2012 y un magro crecimiento para 2013. Por su parte, el crecimiento esperado para Estados Unidos y las principales economías emergentes, con excepción de México, también ha tenido ajustes a la baja en los últimos meses (Gráfica 1 y Gráfica 2).

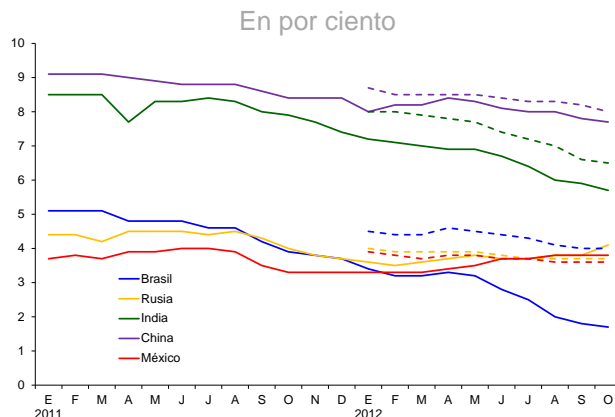
Gráfica 1
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013



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

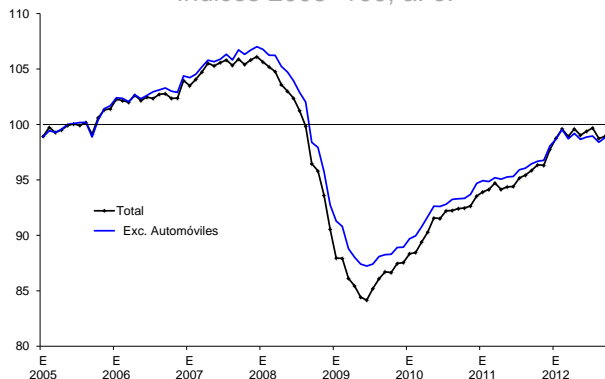


Nota: Las líneas punteadas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento en 2013.

Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos, el crecimiento de la economía continuó siendo moderado durante el tercer trimestre de 2012. El ritmo de la producción industrial y, en particular, del componente de las manufacturas se mantuvieron débiles, reflejando tanto el menor impulso proveniente de la demanda externa, como de la interna (Gráfica 3).

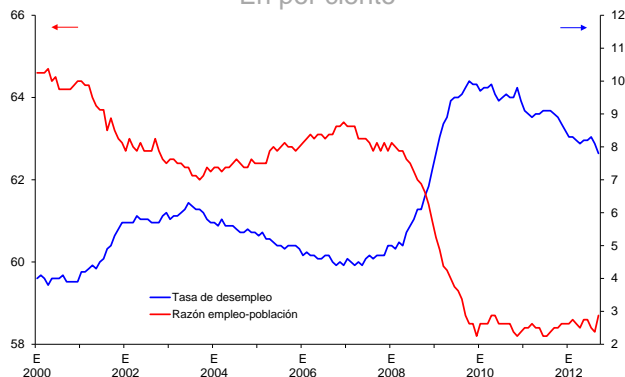
Gráfica 3
EUA: Producción Manufacturera Total y Excluyendo Automóviles
 Índices 2005=100, a. e.



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

Además, aunque el ritmo de expansión del empleo en Estados Unidos ha tenido cierta recuperación en los últimos meses, todavía resulta insuficiente para alcanzar una reducción significativa y sostenida de la tasa de desempleo, la cual disminuyó de 8.1 por ciento en agosto a 7.8 por ciento en septiembre. La creación de empleos fue de 114 mil plazas en septiembre, por debajo de las 162 mil plazas registradas en promedio mensual en julio y agosto. En este contexto, la razón de empleo a población permaneció cerca del nivel mínimo histórico que se alcanzó desde fines de 2009 (Gráfica 4).

Gráfica 4
EUA: Tasa de Desempleo y Razón de Empleo a Población
 En por ciento

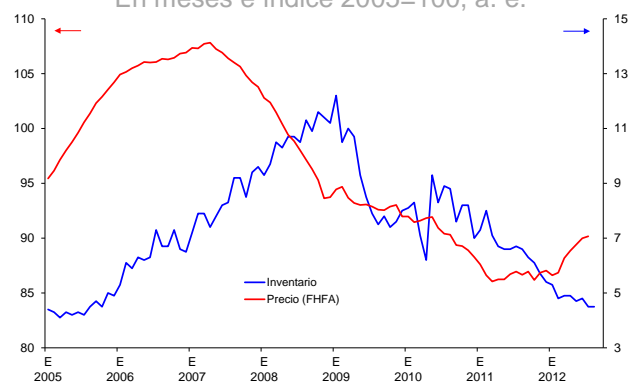


Fuente: BLS.

En cuanto a la demanda agregada, sus componentes han tenido un desempeño diferenciado. Por una parte, el gasto en consumo privado ha mostrado una recuperación que se explica fundamentalmente por una reducción en la tasa de ahorro de los hogares, de 4.4 por ciento del

ingreso personal disponible en junio a 3.7 por ciento en agosto. Adicionalmente, el mercado de la vivienda ha mostrado una mejoría, si bien a partir de niveles aún reducidos. Los inventarios de casas nuevas medidos en número de meses de ventas han mantenido una tendencia a la baja desde mayo de 2011, alcanzando en agosto su nivel más bajo desde octubre de 2005. Además, los precios de casas han registrado un incremento (Gráfica 5). Esto se ha reflejado en un aumento en los inicios de construcción y en una mejoría en las perspectivas de los constructores.

Gráfica 5
EUA: Inventario de Casas Nuevas y Precio de Casas
 En meses e índice 2005=100, a. e.



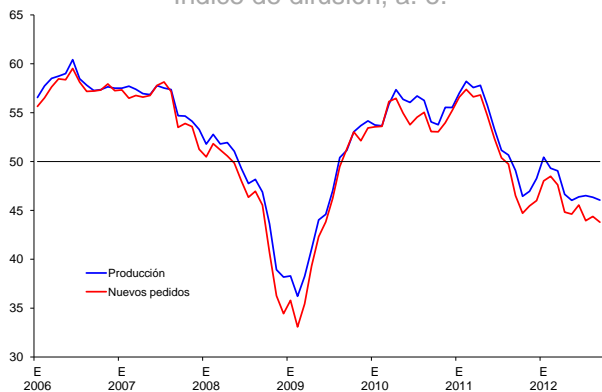
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Census Bureau, FHFA.

Por su parte, la inversión en equipo y software y el gasto en construcción no residencial han registrado una contracción en los últimos meses, a pesar de los elevados niveles de las utilidades corporativas y las bajas tasas de interés. Lo anterior podría ser reflejo de una mayor cautela de las empresas estadounidenses debido a los riesgos a la baja en la actividad, derivados de la frágil situación en la zona del euro y la posibilidad de una fuerte consolidación fiscal en Estados Unidos en 2013. Además, existe incertidumbre con respecto a la discusión en torno a la ampliación del límite de endeudamiento del gobierno federal y las medidas para asegurar la sostenibilidad fiscal.

En la zona del euro, la actividad económica ha continuado contrayéndose y los indicadores de confianza han seguido deteriorándose. El índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras ha continuado mostrando debilidad en el tercer trimestre. En particular, el componente de nuevos pedidos llegó en septiembre a su menor nivel desde mayo de 2009, indicando un débil comportamiento

tanto de la demanda interna como de la externa (Gráfica 6).

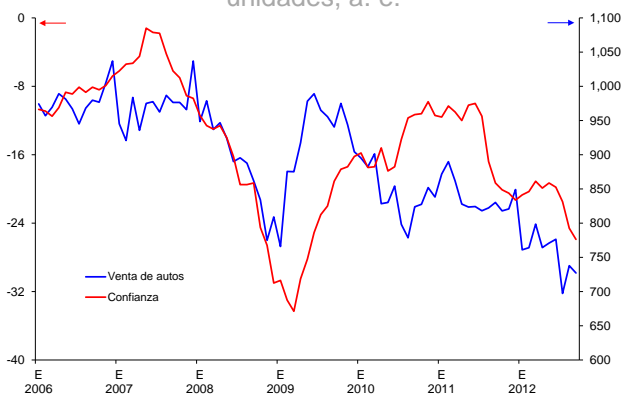
Gráfica 6
Zona del Euro: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras Compuesto
 Índice de difusión, a. e.



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

De igual forma, los indicadores oportunos sugieren una contracción del consumo durante los últimos meses. La confianza del consumidor disminuyó en septiembre y se ubicó en su nivel más bajo desde mayo de 2009. Cabe destacar que la venta de automóviles en la zona del euro siguió cayendo en el tercer trimestre de 2012 (Gráfica 7).

Gráfica 7
Zona del Euro: Confianza del Consumidor y Venta de Automóviles
 Balance de respuestas en por ciento y miles de unidades, a. e.

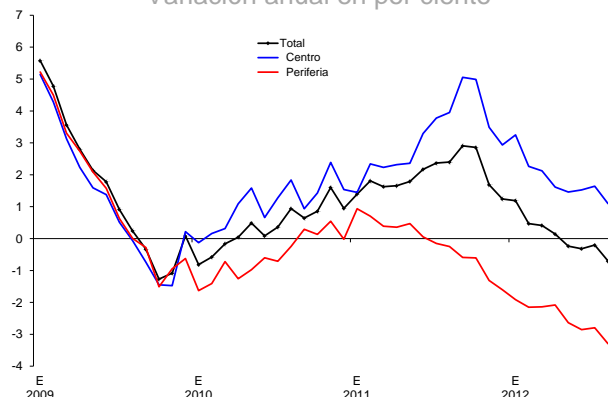


a. e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Comisión Europea, BCE.

El crédito bancario al sector privado mantuvo un comportamiento débil afectado tanto por factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, el menor dinamismo del crédito refleja la persistencia de la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento, la mayor aversión al

riesgo ante los problemas de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro y el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas. Por el lado de la oferta, las limitaciones que enfrentan los bancos para acceder a los mercados de capital en algunas economías de la región y a tener fuentes confiables de financiamiento también los ha forzado a desapalancarse, lo cual contribuyó a acentuar la tendencia descendente del crédito (Gráfica 8).

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



Nota: Centro corresponde a Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania y Países Bajos. Periferia corresponde a Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

Fuente: BCE.

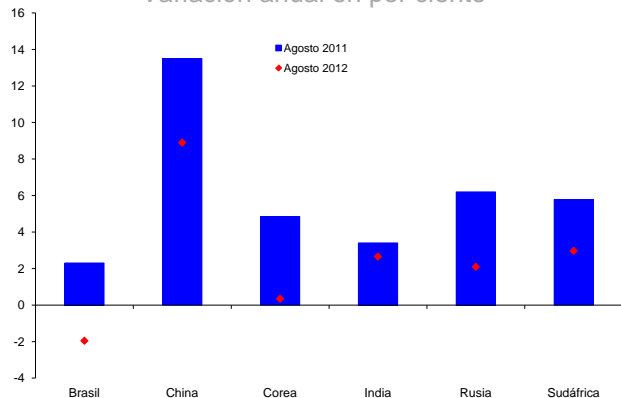
En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) anunció a principios de septiembre un nuevo programa de compra en el mercado secundario de deuda pública de países miembros que se someten a programas de apoyo regional (ESM, por sus siglas en inglés) con condicionalidad, (OMT, por sus siglas en inglés) que tiene como objetivo restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria al reducir los elevados márgenes de la deuda soberana. El programa contempla la compra de bonos de entre uno a tres años en el mercado secundario y no se establecen límites ex ante al monto de dichas operaciones. La intervención únicamente podrá darse una vez que un país la solicite y se apruebe la asistencia financiera del ESM a través de un programa de ajuste económico.

Las medidas adoptadas por el BCE han sido importantes para aliviar las presiones en los mercados financieros. No obstante, su efectividad dependerá de que los gobiernos soliciten el apoyo del ESM y del cumplimiento de la condicionalidad acordada. Estas acciones deberán complementarse

con avances concretos hacia una unión financiera y una mayor integración fiscal en la región.

En lo que respecta a las economías emergentes, en general, el crecimiento ha seguido desacelerándose en el tercer trimestre del año como resultado de la debilidad de la demanda de las economías avanzadas y, en algunos casos, también de la demanda interna (Gráfica 9).

Gráfica 9
Economías Emergentes: Producción Industrial
Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

Los factores, fundamentalmente de oferta, que contribuyeron a que los precios internacionales de los productos primarios tuvieran una tendencia creciente durante el tercer trimestre del año, han empezado a disiparse. En particular, los precios del petróleo disminuyeron ligeramente, aunque mostrando volatilidad, al atenuarse los riesgos de una interrupción de la oferta, asociada principalmente a la situación en Medio Oriente, y al mantenerse elevados los inventarios. Por su parte, los precios de los granos, en particular del maíz, también se redujeron como reflejo de buenas cosechas en Estados Unidos.

Ante el debilitamiento en el panorama de crecimiento de la economía mundial y la perspectiva de menores precios internacionales de las materias primas, se anticipa que la inflación en 2012 y 2013 sea menor que el año previo. En este contexto, se espera que continúe el relajamiento monetario en varias economías avanzadas y emergentes.

En Estados Unidos, la inflación general anual aumentó de 1.7 por ciento en agosto a 2.0 por ciento en septiembre, debido fundamentalmente a los mayores precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente disminuyó de 2.2 por ciento en junio a 2.0 por ciento en septiembre, en lo que

influyó la holgura en la utilización de los factores productivos prevaleciente en la economía de ese país.

En su reunión de política monetaria de septiembre, la Reserva Federal decidió mantener durante el trimestre su banda objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0.25 por ciento y extender hasta por lo menos mediados de 2015 el periodo en el que mantendrá su tasa de política en niveles excepcionalmente bajos, destacando que, aún después de que se fortalezca la recuperación de la economía, espera que la postura monetaria acomodaticia se mantenga por un periodo de tiempo considerable. También anunció la ampliación de su programa de estímulo monetario a través de la compra de valores respaldados por hipotecas a un ritmo mensual de 40 mil millones de dólares. La Reserva Federal informó además que, de no mejorar substancialmente las perspectivas del mercado laboral, continuará con sus compras de valores respaldados por hipotecas, realizará compras adicionales de activos y empleará otras políticas en la medida que lo considere apropiado hasta que se alcance dicho objetivo. Estas medidas fueron ratificadas durante la reunión de octubre.

En la zona del euro, la inflación general se ubicó en 2.6 por ciento en septiembre, misma cifra que en agosto. De igual forma, la inflación subyacente se mantuvo en 1.5 por ciento en el mismo periodo. En su reunión de octubre, el BCE mantuvo por segunda ocasión consecutiva sin cambio sus tasas de interés de política y, como se mencionó, anunció medidas de estímulo adicionales.

De este modo, en un escenario de un crecimiento económico débil y de una política fiscal acotada para generar impulsos adicionales, se espera que los bancos centrales de los principales países desarrollados mantengan posturas de política monetaria muy laxas, e incluso que tomen medidas adicionales para promover la actividad económica.

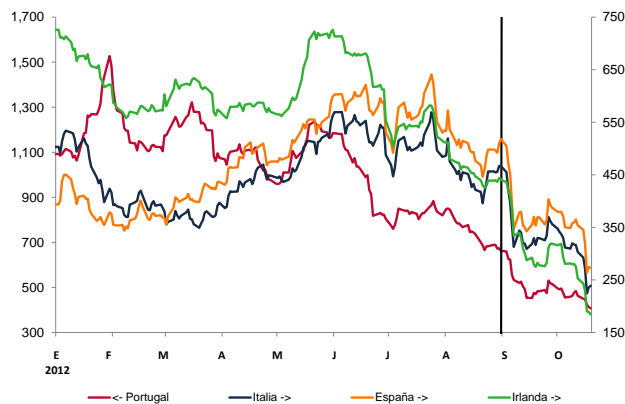
En el caso de las principales economías emergentes, la inflación aumentó en el tercer trimestre debido en parte a choques de oferta transitorios que afectaron los precios de los productos primarios. No obstante, ante el debilitamiento en el panorama para la actividad económica y la expectativa de que la inflación retome una trayectoria descendiente en los siguientes meses, en algunas de estas economías tuvo lugar un relajamiento de la postura monetaria que, como se señaló, inclusive podría intensificarse en algunos casos.

2.2. Evolución financiera reciente

Los mercados financieros reaccionaron favorablemente a las medidas instrumentadas por los bancos centrales de países desarrollados orientadas a estimular el crecimiento económico y restablecer la estabilidad de los mercados financieros.

En particular, el anuncio del nuevo programa de compra de bonos gubernamentales del BCE contribuyó a reducir las elevadas primas de riesgo soberano de varios países de la región. Lo anterior se reflejó en un ajuste a la baja de las tasas de interés y en una disminución de los costos de protección ante incumplimiento de pago de países con posiciones fiscales comprometidas (Gráfica 10).

Gráfica 10
Zona del Euro: Costo de Protección ante Incumplimiento de Pago a 5 Años de Países Seleccionados
Puntos base



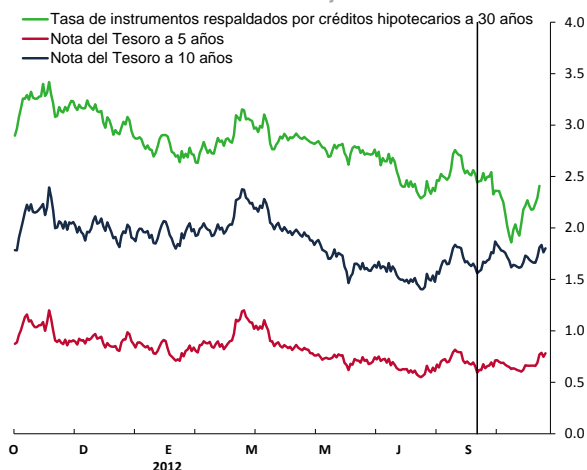
Nota: la línea vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.
Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, la mencionada decisión de la Reserva Federal de iniciar un tercer programa de compra de activos enfocado en bonos respaldados por hipotecas, ocasionó una disminución inmediata de las tasas de interés en el mercado hipotecario (Gráfica 11).

Aprovechando el entorno favorable de los mercados financieros y la búsqueda de un mayor rendimiento por parte de los inversionistas, el sector corporativo refinanció montos importantes de deuda a tasas históricamente bajas. Así, se anticipa que la emisión global de deuda corporativa denominada en dólares durante 2012 alcance niveles no vistos desde el inicio de la crisis financiera en 2008. A su

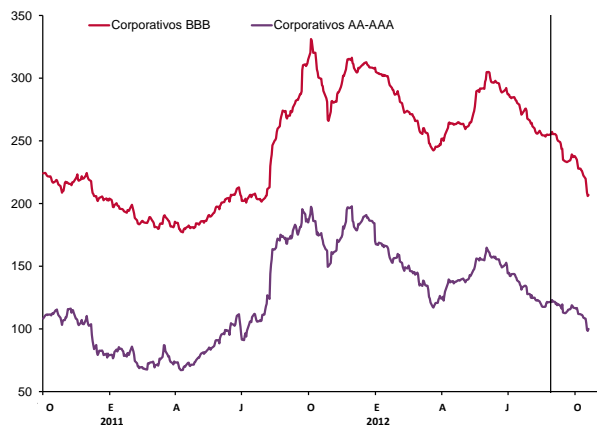
vez, los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y los instrumentos del Tesoro de Estados Unidos continuaron disminuyendo para ubicarse en los niveles más bajos del último año (Gráfica 12).

Gráfica 11
Estados Unidos: Tasa de Interés de Instrumentos Respaldados por Hipotecas a 30 Años y Notas del Tesoro
Porcentaje



Nota: la línea vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria.
Fuente: Bloomberg.

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



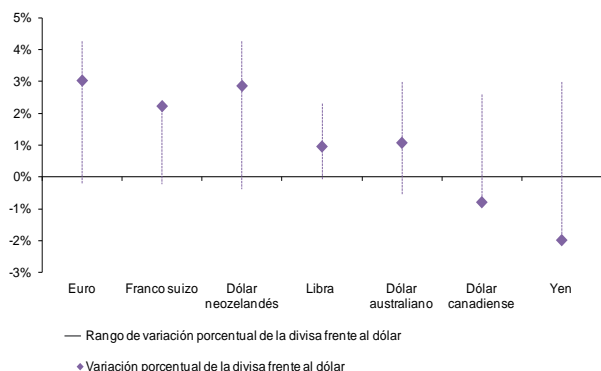
Nota: la línea vertical indica la fecha de la anterior reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México con motivo de la decisión de política monetaria. La duración de los índices utilizados para el cálculo de estos diferenciales oscila entre 5 y 7 años.
Fuente: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch.

En lo que toca a los índices accionarios, éstos continuaron mostrando un buen desempeño

durante las últimas semanas. Congruente con este mejor sentimiento en los mercados financieros, también se observó una apreciación de la mayoría de las divisas frente al dólar (Gráfica 13).

Gráfica 13
Variación Porcentual de las Principales Divisas frente al Dólar

Porcentaje (Del 3 de septiembre al 19 de octubre de 2012)



Fuente: Bloomberg.

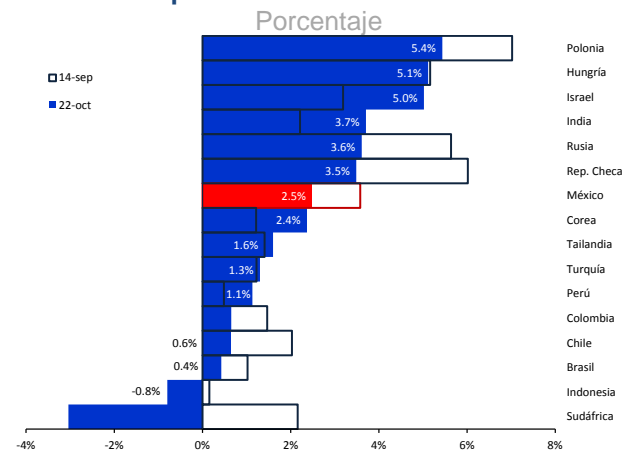
A pesar de la buena evolución de los mercados financieros en las últimas semanas, aún persisten algunos factores de riesgo que podrían comprometer su incipiente estabilidad. El Congreso de los Estados Unidos aún no llega a un acuerdo para evitar los recortes al gasto e incrementos automáticos de impuestos que están contemplados para finales de año y que tendrían un impacto muy negativo sobre la actividad económica de ese país. Por otro lado, como ya se mencionó, los indicadores económicos más recientes sugieren una desaceleración más pronunciada de la actividad económica en los siguientes meses en varios países desarrollados. Finalmente, a pesar de todos los esfuerzos y avances para sanear sus cuentas públicas, persiste la problemática del débil crecimiento y el elevado déficit fiscal de varios países de la zona del euro. En particular, preocupa que el gobierno español postergue su solicitud de asistencia financiera a las autoridades europeas y que, por ende, se generen nuevos periodos de inestabilidad financiera en la región. Adicionalmente, Grecia sigue siendo un motivo de preocupación debido a la posibilidad de que esta nación necesite un nuevo programa de asistencia financiera en los próximos meses.

2.2.1 Mercados emergentes

El anuncio de los nuevos programas de compra de activos por parte de los principales bancos centrales generó fuertes apreciaciones en los

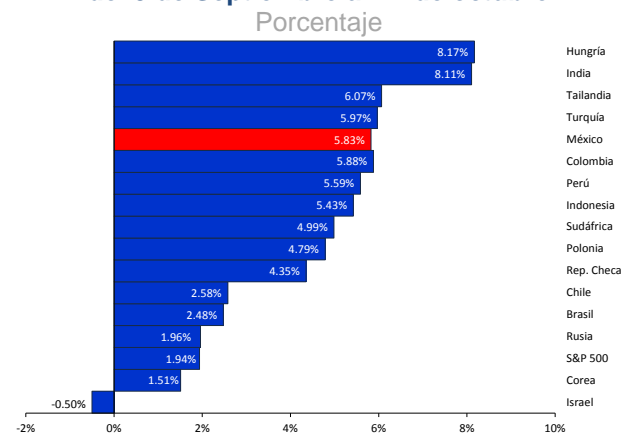
precios de los activos financieros de los países emergentes. Sin embargo, estas ganancias se revirtieron recientemente como consecuencia de la incertidumbre que aún prevalece respecto del crecimiento económico global (Gráfica 14 y Gráfica 15).

Gráfica 14
Variación Porcentual de las Divisas del 3 de Septiembre al 22 de Octubre



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 15
Variación Porcentual de los Índices Accionarios del 3 de Septiembre al 22 de octubre



Fuente: Bloomberg.

2.2.2 Mercados en México

En México el sentimiento positivo hacia el peso se reforzó después del anuncio de las políticas monetarias más laxas en los principales países desarrollados. De esta manera, la cotización del tipo de cambio peso-dólar se consolidó por debajo de 13.00 pesos por dólar (Gráfica 16). En línea con esta apreciación, los flujos de inversionistas

extranjeros hacia activos denominados en pesos continuaron, particularmente hacia los valores gubernamentales de mayor plazo.

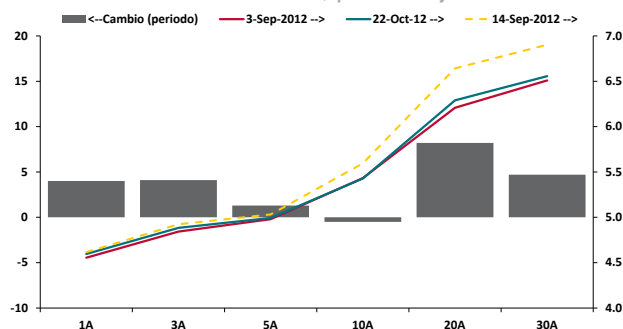
Gráfica 16
Tipo de Cambio Peso Mexicano - dólar
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg.

En lo que respecta a la evolución de las tasas de interés en México durante el periodo, se observó una importante alza en las tasas de interés a principios de septiembre (Gráfica 17). Sin embargo, la política monetaria más laxa por parte de los principales bancos centrales y el mayor apetito de los inversionistas extranjeros por valores gubernamentales de largo plazo, ocasionaron que las tasas de interés disminuyeran en las últimas semanas para terminar en niveles muy similares a los observados en la última reunión de política monetaria.

Gráfica 17
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales
Puntos base, porcentaje

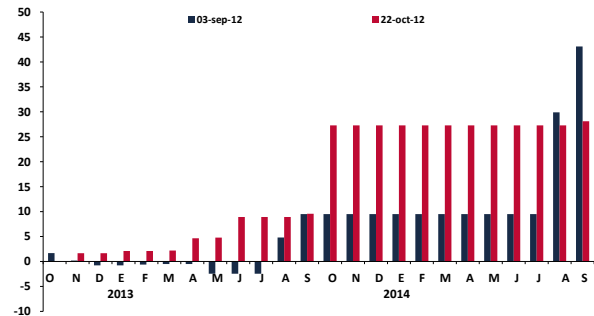


Fuente: Banco de México con datos de PIP.

Finalmente, la trayectoria futura de la tasa de fondeo bancario implícita en la curva de swaps de tasas de interés indica que la tasa objetivo de la

política monetaria se mantendría sin cambio hasta el cuarto trimestre de 2013 (Gráfica 18).

Gráfica 18
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la Curva de Swaps de TIE 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

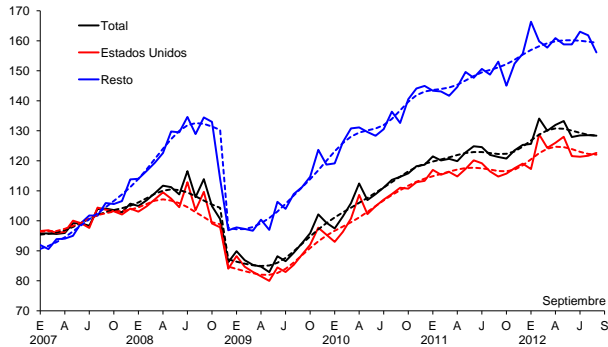
2.3.1. Actividad económica

Durante el tercer trimestre de 2012, la actividad productiva continuó creciendo, si bien su ritmo de expansión fue inferior al de los primeros dos trimestres del año. En efecto, el menor dinamismo de la economía mundial empezó a influir de manera más notoria en la demanda externa y en algunos componentes de la interna.

En particular, durante ese trimestre disminuyó el ritmo de crecimiento de las exportaciones manufactureras no automotrices a Estados Unidos, y se observó una caída en las de productos automotrices a destinos distintos a dicho país (Gráfica 19 y Gráfica 20). Estos eventos condujeron a que las exportaciones manufactureras en su conjunto hayan presentado durante el tercer trimestre de 2012 una menor expansión, en relación a la observada en la primera mitad del año. Profundizando en lo concerniente a la demanda proveniente de Estados Unidos, destaca que, si se excluyen las exportaciones automotrices a ese país, las cuales han presentado una elevada volatilidad, es notorio que las importaciones de Estados Unidos de productos no petroleros no automotrices provenientes de México han venido presentando una tendencia decreciente desde finales del primer trimestre de 2012 (Gráfica 21).

Gráfica 19
Indicadores de las Exportaciones
Manufactureras No Automotrices

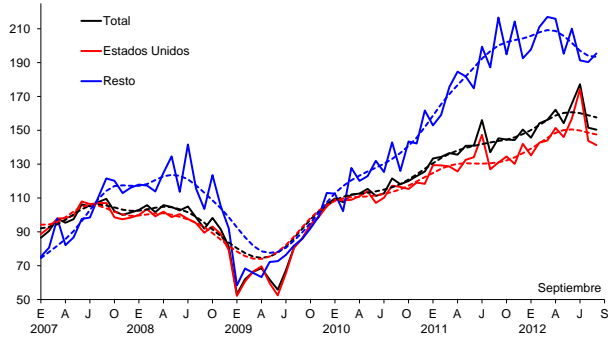
Índice 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 20
Indicadores de las Exportaciones
Manufactureras Automotrices

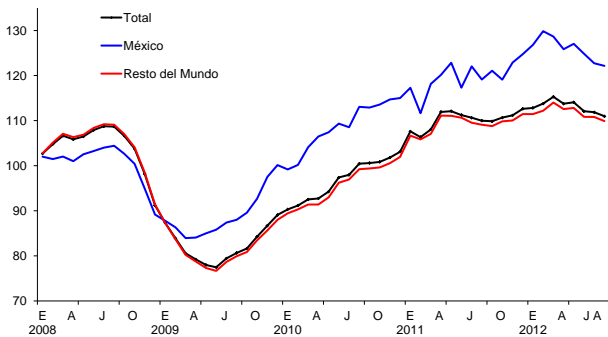
Índice 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 21
Estados Unidos: Importación de Productos
Petroleros y No Automotrices de México y del
Resto del Mundo^{1/ 2/}

Índice 2007 =100, a. e.

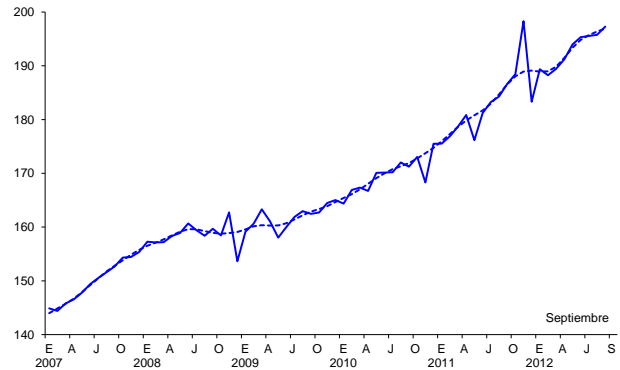


1/ Resto del mundo es el total sin México.
2/ Promedio móvil de 2 meses excepto a partir de julio de 2010.
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

La demanda interna continuó expandiéndose en el tercer trimestre del año, si bien algunos de los determinantes del consumo, así como la inversión parecerían haber comenzado a registrar una disminución en su ritmo de crecimiento. En particular, las ventas de la ANTAD registraron una tendencia positiva (Gráfica 22). No obstante, algunos determinantes del consumo, como el índice de confianza de los consumidores, registraron recientemente un debilitamiento (Gráfica 23).

Gráfica 22
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD

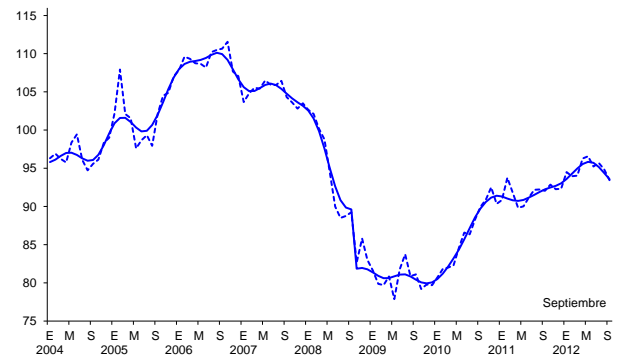
Índice 2003=100, a.e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

Gráfica 23
Índice de Confianza del Consumidor

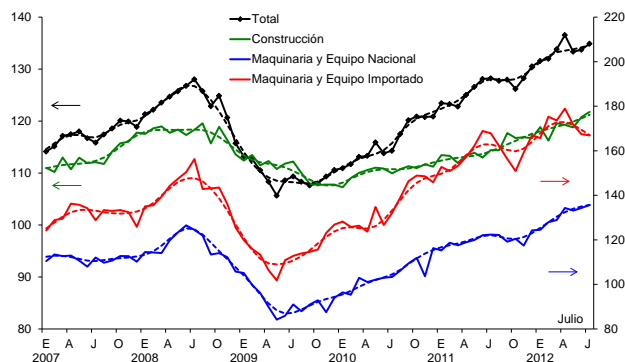
Índice Enero 2003=100, a.e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO). INEGI y Banco de México.

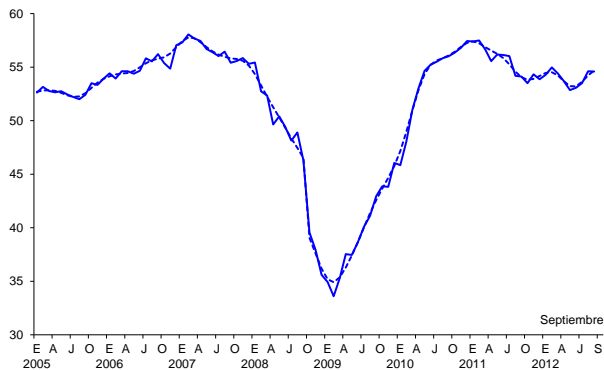
Por su parte, la inversión fija bruta mostró un menor dinamismo en el tercer trimestre, en relación con lo observado en los primeros dos trimestres del año, especialmente la correspondiente a maquinaria y equipo importado (Gráfica 24). Este comportamiento podría reflejar, en parte, la tendencia a la baja en el indicador de confianza de los productores (Gráfica 25).

Gráfica 24
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 (SCNM), INEGI.

Gráfica 25
Índice de Confianza del Productor
Indicador con referencia a 50 puntos; a.e.

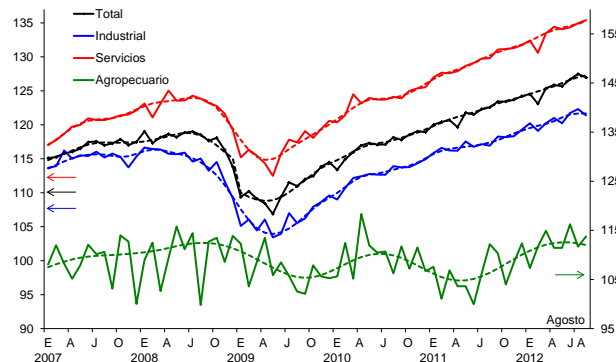


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial, INEGI y Banco de México.

El comportamiento descrito tanto de la demanda externa, como de la interna, condujo a que la actividad económica presentara una trayectoria positiva, si bien a un menor ritmo de expansión que en el trimestre previo (Gráfica 26). En particular, la industria manufacturera mostró una tendencia creciente, si bien se registró una incipiente pérdida

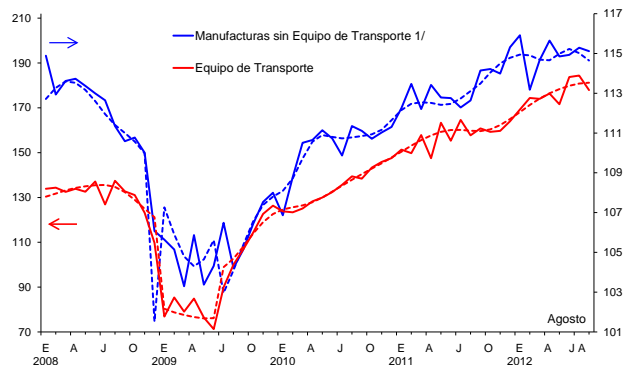
de dinamismo del sector automotriz. Sin embargo, el rubro en el cual se aprecia más la pérdida de dinamismo es el del resto de las manufacturas (Gráfica 27).

Gráfica 26
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.

Gráfica 27
Producción Manufacturera
Índice 2003 = 100, a.e.

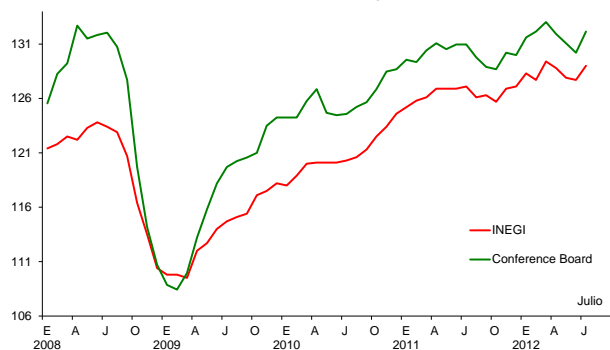


1/ Elaboración de Banco de México con datos del INEGI.
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

De manera congruente con lo anterior, algunos indicadores de índole más prospectiva, como los indicadores adelantados para la economía mexicana, sugieren que ésta pudiera mostrar un crecimiento moderado en los próximos meses (Gráfica 28).

Gráfica 28 Indicadores Adelantados para la Economía Mexicana

Índices 2008 = 100, a.e.



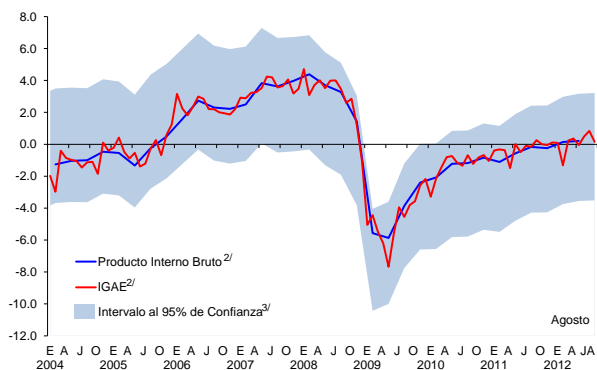
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y The Conference Board.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

Durante el tercer trimestre del año, la brecha del producto permaneció alrededor de cero (Gráfica 29). Sin embargo, en ese periodo no se registraron presiones sobre los precios en los mercados de los principales insumos para la producción, tales como el laboral y el crediticio, ni en las cuentas externas del país.

Gráfica 29 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 agosto de 2012.

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

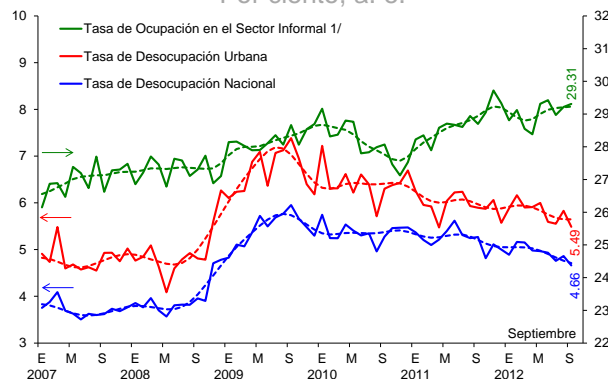
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

En particular, si bien las tasas de desocupación nacional y urbana, así como la tasa de ocupación en el sector informal, permanecen en niveles

superiores a los observados antes de la crisis, las tasas de desocupación han venido mostrando una gradual disminución (Gráfica 30). Esta reducción refleja, en parte, el importante dinamismo que ha venido presentando el número de trabajadores asegurados en el IMSS (Gráfica 31).

Gráfica 30 Tasas de Desocupación Nacional y Urbana y de Ocupación en el Sector Informal

Por ciento, a. e.

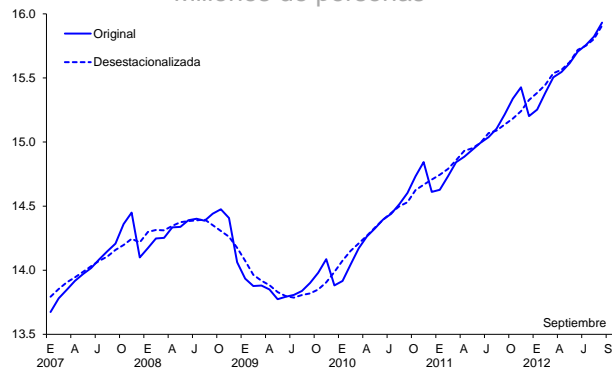


1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

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^{1/} Millones de personas



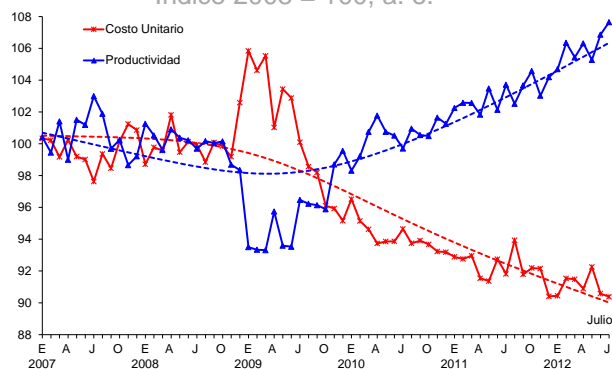
1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

En este contexto, los aumentos salariales continuaron siendo, en términos generales, moderados. Lo anterior, junto con la tendencia positiva que sigue mostrando la productividad media del trabajo en la industria manufacturera, ha conducido a que los costos unitarios de la mano de obra en dicho sector permanezcan en niveles bajos y que no se hayan constituido como un factor de presión sobre los precios (Gráfica 32). Sin embargo, a pesar de no ser un fenómeno generalizado, destaca como elemento de preocupación el que algunos indicadores de

incrementos salariales registraron un alza en los últimos meses mayor a la que habían registrado en el pasado. En particular, los salarios contractuales de las empresas sujetas a la jurisdicción federal durante septiembre de 2012 otorgaron a sus trabajadores, en promedio, aumentos de 5 por ciento. En el mismo mes del año previo esta cifra fue 4.6 por ciento. Si bien el número de trabajadores pertenecientes a empresas de jurisdicción federal cuyo salario se revisó durante septiembre fue relativamente reducido (se estima 2.89 por ciento respecto al total), esto ocurre en un contexto en que durante los últimos meses se ha observado que algunos trabajadores del sector público han recibido incrementos salariales ligeramente mayores a los que obtuvieron el año previo.

Gráfica 32
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.

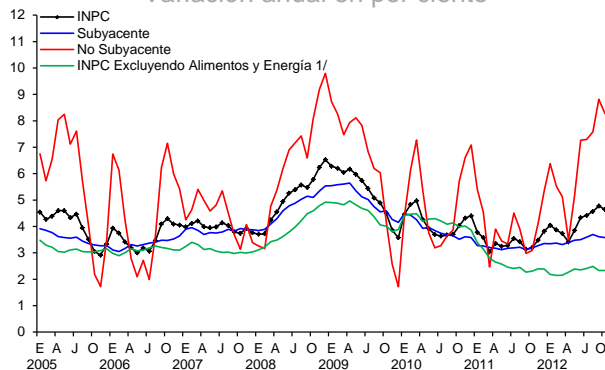
En lo que respecta al financiamiento al sector privado no financiero, éste continuó expandiéndose, si bien en el margen, y en congruencia con la actividad económica, se observó una ligera moderación en las tasas de crecimiento de algunos de sus componentes. En particular, el crédito otorgado a las empresas privadas no financieras se incrementó a un ritmo de crecimiento menor al observado en meses anteriores. El mercado de valores interno funcionó con normalidad en un entorno caracterizado por una mejoría en las condiciones en los mercados financieros internacionales. Por su parte, el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares continuó siendo elevado. No obstante, éste registró una desaceleración en sus tasas de expansión debido, en gran medida, a la moderación del crecimiento del crédito de nómina. En este contexto, el

financiamiento al sector privado no ha mostrado señales de sobrecalentamiento, toda vez que las tasas de interés de los créditos a las empresas y a los hogares permanecieron en niveles estables y los índices de morosidad correspondientes siguieron sin presentar cambios significativos.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de octubre de 2012 la inflación general anual fue 4.64 por ciento, lo que implicó un incremento respecto al dato previo que se reportó en estas Minutas de 4.45 por ciento en la primera quincena de agosto del mismo año (Gráfica 33 y Cuadro 1). Si bien desde junio de 2012 la inflación general 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, se anticipa que el resultado registrado en septiembre (4.77 por ciento) podría haber sido el más elevado del año. En consideración de que el repunte que ha exhibido la inflación general ha sido determinado en gran parte por la ocurrencia de una serie de choques de oferta que han afectado principalmente los precios del grupo de productos agropecuarios, se prevé que éste habrá sido temporal.

Gráfica 33
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

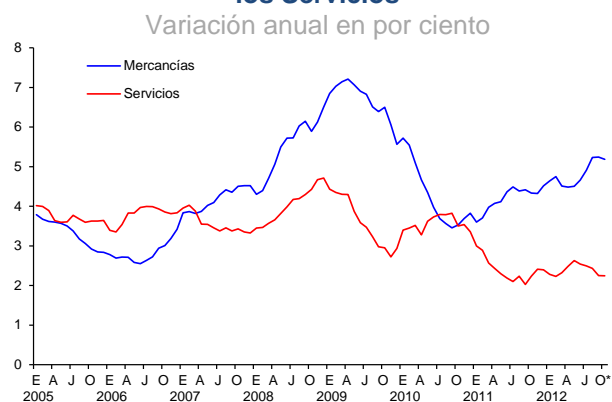


Fuente: Banco de México e INEGI.
* El último dato corresponde a la primera quincena de octubre de 2012.
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

La inflación subyacente anual ha sido menor que la inflación general anual, si bien también ha registrado un incremento en el año. En la primera quincena de octubre de 2012 este indicador se ubicó en 3.58 por ciento (en la primera quincena de agosto de 2012 fue 3.70 por ciento, Gráfica 34 y Cuadro 1). Así, este indicador parecería haber

registrado ya un cambio de tendencia. En la quincena de referencia las variaciones anuales de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios fueron 5.19 y 2.25 por ciento, respectivamente (5.27 y 2.40 por ciento en la primera quincena de agosto de 2012, Gráfica 34). La reducción que exhibió la tasa de crecimiento anual del primer subíndice citado se asocia al desvanecimiento del efecto de choques en el grupo de los alimentos procesados. Por su parte, la disminución en el segundo fue impulsada por importantes reducciones en los precios de la telefonía fija y móvil, derivadas de la innovación tecnológica y mayor competencia en la industria de las telecomunicaciones.

Gráfica 34
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

* El último dato corresponde a la primera quincena de octubre de 2012

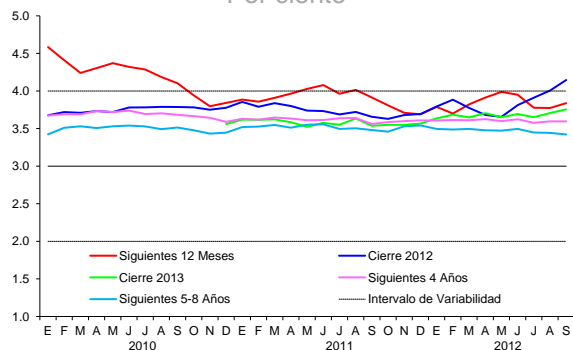
La inflación no subyacente anual mantuvo una elevada contribución a la inflación general anual, alcanzando en la primera quincena de octubre de 2012 una tasa de crecimiento de 8.27 por ciento (7.03 por ciento en la primera quincena de agosto de 2012, Cuadro 1). En lo principal, este resultado fue consecuencia del comportamiento del grupo de los productos agropecuarios cuya producción fue afectada por condiciones climáticas adversas que incidieron en la oferta de algunas hortalizas, como es el caso del jitomate, y por la ocurrencia del brote de influenza aviar en algunos municipios del Estado de Jalisco que se ha visto reflejada en incrementos importantes en el precio del huevo. Así, la variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios alcanzó 16.27 por ciento (en la primera quincena de agosto de 2012 se ubicó en 10.22 por ciento). Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno tuvo una variación

anual de 3.86 por ciento en la primera quincena de octubre de 2012 (5.20 por ciento en la primera quincena de agosto de 2012). La disminución en la tasa de crecimiento de este último subíndice fue determinada en gran parte por la reducción en las tarifas eléctricas ordinarias.

En lo referente a las expectativas de inflación, éstas presentaron un comportamiento diferenciado. Así, a pesar de que las correspondientes a horizontes de corto plazo mostraron un repunte, en particular las referentes a 2012, las correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo se mantuvieron estables. De acuerdo con la encuesta del Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2012 presentó un incremento al ubicarse en un nivel de 4.01 por ciento en la encuesta de agosto y en 4.15 por ciento en la encuesta del mes de septiembre (Gráfica 35). En lo principal, este repunte se debió al incremento de la media de la expectativa implícita para el componente no subyacente, la cual pasó de 5.30 por ciento en agosto a 5.98 por ciento en la encuesta de septiembre. Por su parte, el promedio de las expectativas del componente subyacente no presentó cambios importantes al mantenerse cercano a 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 mostró un ligero incremento al pasar de 3.71 a 3.76 por ciento durante el periodo de referencia. Lo anterior se debió, en gran medida, al aumento en el promedio de la expectativa implícita para el componente no subyacente, el cual se ubicó en 4.43 por ciento en agosto y en 4.71 por ciento en septiembre. No obstante, el promedio del componente subyacente se mantuvo prácticamente sin cambios registrando niveles de 3.49 y 3.47 por ciento en las encuestas de agosto y septiembre respectivamente.

Por su parte, las expectativas de inflación para horizontes de mediano y largo plazo se han mantenido sin grandes 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 3.40 por ciento (Gráfica 35).

Gráfica 35
Expectativas de Inflación General para
Diferentes Horizontes
 Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Si bien la inflación general anual ha sido afectada por choques de oferta, éstos no parecen haber tenido efectos de segundo orden. Además, la apreciación del tipo de cambio a raíz del anuncio del relajamiento de la política monetaria en Estados Unidos antes señalado, es un elemento que contribuirá a limitar posibles presiones inflacionarias sobre los bienes comerciables.

Teniendo en consideración lo anterior, el pronóstico para la inflación considera que la inflación general anual habría presentado un cambio de tendencia en el tercer trimestre de 2012, y sitúa la trayectoria más probable de esta variable muy cerca de 4 por ciento al cierre del año. Para 2013, se estima que la inflación general continúe disminuyendo para ubicarse dentro del intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento. Por su parte, el pronóstico para la inflación subyacente

anual considera que ésta siga reduciéndose en los siguientes meses de manera que al cierre de 2012 se ubique cerca de 3 por ciento, y que en 2013 fluctúe alrededor de ese nivel.

Si bien se estima que la inflación general habría alcanzado su nivel máximo del año en septiembre y que haya comenzado a mostrar una trayectoria a la baja a partir de octubre, es importante señalar que en el corto plazo se han intensificado los riesgos al alza, particularmente en un entorno en el que la brecha del producto se ha cerrado. Entre estos destacan: i) la situación que prevalece en el mercado del huevo; ii) las condiciones climáticas desfavorables en Norteamérica que incidieron sobre los precios internacionales de los granos y, por ende, sobre las cotizaciones de los productos cárnicos; iii) la posibilidad de nuevos incrementos en precios de productos agropecuarios derivados de afectaciones a su producción; iv) la posibilidad de que ocurran aumentos en los precios y/o tarifas de bienes y servicios públicos de mayor magnitud a los previstos; v) no se puede descartar el retorno de la volatilidad en los mercados financieros internacionales; y, vi) derivado del hecho de que la inflación ha permanecido en niveles elevados por varios meses, el que pueda observarse una contaminación generalizada del proceso de determinación de salarios.

Sin embargo, derivado del deterioro en las perspectivas para el crecimiento económico global, en el mediano plazo los riesgos a la baja para la inflación se han incrementado.

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

Concepto	Diciembre 2011	Agosto 1q 2012	Octubre 1q 2012
INPC	3.82	4.45	4.64
Subyacente	3.35	3.70	3.58
Mercancías	4.52	5.27	5.19
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.75	6.69
Mercancías no Alimenticias	2.39	4.12	4.02
Servicios	2.40	2.40	2.25
Vivienda	2.04	1.95	1.99
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.28	4.47
Otros Servicios	2.27	2.33	1.87
No Subyacente	5.34	7.03	8.27
Agropecuarios	3.73	10.22	16.27
Frutas y Verduras	-4.37	6.94	14.25
Pecuarios	9.76	12.37	17.53
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	5.20	3.86
Energéticos	8.30	8.33	5.93
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.00	0.23

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 señaló que las expectativas de crecimiento de la economía mundial han continuado debilitándose. A su vez, señaló que se ha comenzado a manifestar una desaceleración en el ritmo de expansión de la economía mexicana. Dado lo anterior, coincidieron en que se ha deteriorado el balance de riesgos para el crecimiento de México, si bien un miembro afirmó que dicho balance se mantuvo aproximadamente igual. Por su parte, todos los miembros indicaron que la inflación en nuestro país presentó un repunte significativo y que los riesgos para la inflación en el corto plazo se han deteriorado. Para el mediano plazo, mientras que algunos miembros consideraron que los riesgos para la inflación también se han incrementado, la mayoría indicó que el entorno mundial podría conducir a menores presiones inflacionarias.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la evolución de la economía mundial, así como sus perspectivas de crecimiento, han continuado debilitándose. En efecto, la mayoría de los miembros señaló que, como consecuencia de los problemas que siguen enfrentando las economías avanzadas y su lenta resolución, se percibe una desaceleración generalizada en dichas economías. A su vez, la mayoría coincidió en que lo anterior está afectando el crecimiento de las economías emergentes, evidencia de lo cual es la desaceleración de las exportaciones de estas últimas. En este contexto, si bien un miembro recalcó que para 2013 se espera un crecimiento global mayor al que se anticipa para 2012, la mayoría de los miembros concluyó que los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial se intensificaron.

En cuanto a la economía estadounidense, la mayoría de los miembros de la Junta arguyó que ésta ha continuado expandiéndose, si bien a un ritmo moderado. Un miembro agregó que la expansión moderada de la economía estadounidense se debe a la gradual resolución de los problemas que dieron origen a la crisis financiera, incluyendo la normalización de las operaciones del sistema bancario y la mejoría de los indicadores del mercado de vivienda. Añadió

que lo anterior ha tenido como resultado que la tasa de desempleo de ese país haya descendido en septiembre al menor nivel en casi cuatro años. Además, un miembro señaló que el consumo en ese país continúa creciendo, que la situación financiera de los consumidores y de los bancos ha mejorado gradualmente y que el mercado de bienes raíces ha tocado fondo. Además, apuntó que buena parte de las empresas que reportan en la bolsa muestran resultados positivos y han aprovechado la liquidez en los mercados norteamericanos para emitir deuda y continuar fortaleciendo sus balances. Por el contrario, un miembro destacó la desaceleración de la producción industrial y el desbalance en las finanzas de las familias. Adicionalmente, otro miembro señaló que a pesar de que el mercado de vivienda muestra signos de recuperación, es previsible que ésta sea lenta. Finalmente, algunos miembros argumentaron que en Estados Unidos persiste una gran holgura en el mercado laboral, enfatizando que la razón de empleo a población prácticamente no se ha movido y que la reducción de la tasa de desempleo se debe en gran medida a una menor tasa de participación.

Respecto a las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos, la mayoría de los miembros mencionó la incertidumbre que ha generado el tema del “precipicio fiscal” a lo que uno agregó que ésta inhibe el gasto en consumo de bienes duraderos y la inversión. Otro miembro añadió que un riesgo adicional que amenaza el crecimiento de la economía estadounidense es el eventual impacto de los problemas de Europa. Complementó que parte de las empresas que reportan en la bolsa han hecho advertencias respecto a menores utilidades para el 2013, lo que ha llevado a los analistas a disminuir sus estimaciones para el crecimiento de ese país. Por su parte, un miembro apuntó que se espera que la economía de Estados Unidos continúe registrando un dinamismo modesto, lo cual es congruente con el nivel de los indicadores prospectivos empresariales, mientras que otro agregó que los riesgos para el crecimiento de dicha economía son a la baja.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que en la zona del euro persisten diversos problemas estructurales que se han reflejado en un crecimiento débil y en un deterioro adicional de sus perspectivas de crecimiento. En particular, un miembro mencionó que esta región sigue viéndose afectada por restricciones fiscales y crediticias. Sin embargo, un miembro indicó que ha habido una mejoría en la situación financiera en Europa que se ha manifestado en la continuación del descenso de las tasas de interés de los bonos soberanos y del costo de protección en caso de incumplimiento de

pago de los países periféricos de la zona. No obstante, la mayoría subrayó que, si bien han existido avances derivados principalmente de las acciones tomadas por el Banco Central Europeo, se espera que los problemas en dicha zona perduren por un periodo prolongado.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, algunos miembros de la Junta indicaron que las medidas anunciadas por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, y por otros bancos centrales de países desarrollados, contribuyeron a impulsar al alza los valores de los activos financieros. Un miembro afirmó que la reducción de la aversión al riesgo repercutió en un aumento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales de los Estados Unidos y de otros países desarrollados, así como de México. Sin embargo, algunos miembros agregaron que en la medida en que no se perciba que existe una solución de fondo para resolver los problemas estructurales de las economías avanzadas, los mercados continuarán escépticos ya que las acciones de sus respectivos bancos centrales cada vez tienen un efecto más efímero sobre el sector real de dichos países. Además, un miembro señaló que los desbalances acumulados siguen creciendo, por lo que no se pueden descartar nuevos episodios de alta volatilidad. Algunos miembros agregaron que prevalece el riesgo de un evento negativo en la eurozona y de su contagio hacia los mercados financieros internacionales.

En cuanto a la inflación mundial, algunos miembros de la Junta apuntaron que, dada la naturaleza de los problemas que aquejan a varias de las economías avanzadas, es de esperar que éstas continúen enfrentando condiciones deflacionarias por algún tiempo. Un miembro mencionó que dado que en la mayoría de los países avanzados la inflación se ha ubicado por debajo de sus metas, la política monetaria de los bancos centrales de dichos países se ha utilizado para tratar de suavizar el ciclo económico. Sin embargo, un miembro comentó que las expectativas de inflación en varias naciones desarrolladas, incluyendo Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania, han aumentado. Asimismo, algunos miembros señalaron que recientemente varias economías experimentaron un incremento en la inflación como resultado de los aumentos en los precios de algunas materias primas. Uno de ellos añadió que en el caso de ciertas economías emergentes el incremento de la inflación también se debió a presiones provenientes de la demanda interna. No obstante, la mayoría de los miembros coincidió en que la perspectiva para los precios de las materias primas en los siguientes meses es a la baja, si bien

uno de ellos aclaró que dada la elevada volatilidad de dichos precios, no puede descartarse que en algunos casos éstos muestren repuntes por fenómenos climatológicos o razones geopolíticas. Así, tomando en cuenta la debilidad del crecimiento económico y las perspectivas de menores precios para algunas materias primas, la mayoría de los miembros de la Junta concordó en que los riesgos para la inflación mundial son a la baja.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la economía mexicana ha continuado mostrando una tendencia positiva, si bien afirmaron que hay signos de desaceleración en varios indicadores de la actividad productiva. En efecto, todos los miembros argumentaron que el menor dinamismo de la economía mundial ya se está reflejando en la demanda externa, particularmente en las exportaciones manufactureras, lo cual ha conducido a un menor crecimiento de la producción industrial. Algunos miembros señalaron que, a su vez, este menor ritmo de crecimiento podría trasladarse al sector de servicios. Mencionaron también que se han deteriorado algunos indicadores de la demanda interna, apuntando en específico al debilitamiento de la inversión, la disminución en el índice de confianza del consumidor y la desaceleración en el crédito al consumo. Un miembro de la Junta sostuvo que las importaciones, que son un buen indicador adelantado de la actividad económica de este país, también se han desacelerado. No obstante, algunos miembros de la Junta destacaron que, a pesar de la desaceleración de la economía, la demanda interna continuó creciendo y que el consumo siguió siendo impulsado por la creación de empleos en el sector formal, por una menor tasa de desocupación y por la expansión del financiamiento bancario. Un miembro añadió que las ventas totales y automotrices, así como la inversión fija bruta, han mostrado aumentos anuales notables.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que México no puede aislarse del entorno de mayores riesgos a la baja para la economía mundial, por lo que el balance de riesgos para el crecimiento económico de nuestro país también se ha deteriorado. Sin embargo, un miembro aclaró que el deterioro ha sido marginal, pues los motores del crecimiento del mercado interno continúan operando. Por su parte, otro miembro aseveró que las perspectivas para el crecimiento de México se mantienen positivas a diferencia de muchos otros países, por lo que concluyó que el balance para la actividad económica se ha mantenido sin cambio.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la brecha del producto prácticamente se ha cerrado.

Un miembro apuntó que ésta incluso se encuentra en valores positivos, especialmente para el caso de bienes no comerciables, y que la holgura en la economía medida a través del uso de la capacidad instalada manufacturera ha desaparecido. No obstante, otro miembro indicó que actualmente no se perciben presiones de demanda agregada sobre la inflación.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que la inflación en México en los últimos meses ha mostrado un repunte importante. Sin embargo, la mayoría argumentó que dicho repunte se asocia principalmente a diversos choques de oferta externos e internos que se prevé sean transitorios y reversibles, como inclusive ya ha comenzado a verse en algunos casos. Uno de ellos añadió que mientras algunos choques han desaparecido, otros nuevos han surgido. Otro miembro destacó que el incremento en precios se ha registrado en un elevado número de productos alimenticios. Otro mencionó en particular el riesgo de aumentos de los precios de la leche y de la carne de res.

Algunos miembros de la Junta mencionaron que durante los últimos cinco meses la inflación ha estado por encima del límite superior de cuatro por ciento del intervalo de variabilidad en torno al objetivo, a lo que uno agregó que desde agosto se ubica incluso más cerca de cinco por ciento. Un miembro agregó que la inflación observada hubiera sido todavía más alta en la ausencia de la homologación a la baja de las tarifas que implementó la CFE. Adicionalmente, algunos miembros subrayaron que se ha ido incrementando la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC cuyos precios están aumentando a tasas superiores al cuatro por ciento. Algunos miembros de la Junta afirmaron también que no es claro el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente del Banco de México y que esta desviación es costosa para la sociedad, especialmente para la población de menores ingresos. Un miembro añadió que la persistencia de la inflación ha reflejado presiones tanto del componente no subyacente, como del subyacente, y que este último ha mostrado una tendencia ascendente desde agosto del año pasado. Sin embargo, la mayoría afirmó que la inflación general habría alcanzado su nivel más alto del año en septiembre y que la inflación subyacente habría presentado un punto de inflexión en el mes de agosto pasado. Además, la mayoría recordó que la inflación del subíndice de servicios se mantiene en niveles bajos. Por su parte, un miembro argumentó que la apreciación del tipo de cambio que se dio debido al relajamiento monetario en países avanzados, en particular en Estados Unidos, no

tendrá un impacto inmediato y que, por ende, en el corto plazo difícilmente será suficiente para contrarrestar los otros choques transitorios.

Sin embargo, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que en la actualidad no se perciben presiones generalizadas sobre los precios en la economía y en que hasta ahora los aumentos en precios relativos no han tenido efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en nuestra economía. Otro miembro, no obstante, argumentó que las alzas de los precios agrícolas han contaminado los precios de algunos alimentos procesados, y éstos a su vez los de los servicios relacionados con alimentos, por lo que concluyó que sí han habido efectos de segundo orden y, por lo tanto, presiones generalizadas sobre los precios. Asimismo, arguyó que el impacto de los choques externos sobre la inflación general no parece explicarse sólo por la elevada ponderación de los alimentos en el INPC de nuestro país, pues otras naciones asiáticas tienen un mayor ponderador de alimentos y están exhibiendo menores tasas de crecimiento de los precios. No obstante, otros miembros insistieron en que estas afirmaciones no son evidencia de presiones generalizadas sobre los precios, toda vez que se ha observado un cambio en precios relativos de las mercancías respecto de los servicios a partir de la depreciación real del tipo de cambio y que también la inflación subyacente puede verse afectada por choques de oferta. Agregaron que el principal canal por el que se dan efectos de segundo orden es a través del impacto que pudiesen tener los choques de precios sobre las expectativas de inflación y los salarios.

Respecto a las expectativas de inflación, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que éstas se mantienen ancladas. Sin embargo, un miembro afirmó que el consenso de los analistas espera que la inflación general se mantenga por arriba de cuatro por ciento en el resto del año y que en meses recientes ha aumentado la expectativa correspondiente al cierre de 2013. Agregó que las expectativas de mediano y largo plazo continúan sin anclarse en el objetivo permanente de inflación. Otro miembro añadió que la evolución de la inflación no ha generado la confianza necesaria para que las expectativas de mediano y largo plazo converjan a la meta, lo que podría inducir en el público una reserva sobre la firmeza del compromiso del Banco Central con la meta de inflación. Asimismo, un miembro afirmó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los bonos a diez años se encuentra por arriba de cuatro por ciento. Ante esta afirmación, otro miembro recalcó que dicha medida tiene

mucha volatilidad, y que analizando su tendencia, ésta se encuentra por debajo de cuatro por ciento.

Todos los miembros de la Junta consideraron que en el corto plazo el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. Sin embargo, algunos notaron que las condiciones externas que México enfrenta, las cuales se caracterizan por presiones deflacionarias, en el mediano plazo conducirán a menores presiones sobre la inflación en nuestro país. En este contexto, un miembro afirmó que el desempate de los riesgos de corto y mediano plazo para la inflación complica el manejo de la política monetaria. No obstante, algunos miembros sostuvieron que el deterioro del balance de riesgos para la inflación se observa tanto para el corto, como para el mediano plazo.

Profundizando sobre los riesgos para la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta destacó los recientes incrementos salariales por encima de los que se venían observando como elemento de preocupación. Un miembro argumentó que se está gestando una nueva y seria amenaza de contagio, pues las demandas salariales no parecen estar sincronizadas con los aumentos en productividad y con la meta de inflación. Por otra parte, algunos miembros de la Junta señalaron como fuente de preocupación que el hecho de que la inflación ha registrado niveles por arriba de cuatro por ciento se encuentre muy presente en la opinión pública, pues existe evidencia incipiente de que eso pudiera estar afectando los incrementos salariales, en particular de los contractuales. Sin embargo, un miembro señaló que si bien algunas negociaciones de incrementos salariales han resultado más elevadas que el año previo, el número de trabajadores al que éstas corresponden es relativamente pequeño y que dichos aumentos no se han visto en la variación anual del salario base de cotización del IMSS.

Adicionalmente, algunos miembros arguyeron que los choques de oferta que se han presentado han sido numerosos y de magnitud importante, lo cual en un contexto en que la brecha del producto prácticamente ya se cerró, incrementa los riesgos de contaminación a otros precios en la economía, pues los productores tienen mayores posibilidades de traspasar los incrementos en los precios de sus insumos a los precios del consumidor. En particular, algunos miembros aseveraron que existe el riesgo de que continúen las presiones de los precios agropecuarios, contaminando al INPC. Añadieron como riesgos para la inflación posibles ajustes en los precios públicos, especialmente en el de la gasolina, considerando el elevado subsidio incurrido. Uno de ellos agregó que prolongados

choques de oferta de esta naturaleza pueden llegar a afectar la formación de expectativas de inflación de la sociedad. En este contexto, algunos miembros concluyeron que, debido a ello, se han elevado los riesgos de que se observen presiones sobre los precios al consumidor provenientes de la demanda agregada.

Por lo que se refiere a los mercados financieros, la mayoría de los miembros afirmó que, dado el entorno internacional incierto, podrían generarse nuevos episodios de aumentos en la aversión al riesgo. Ante ello, un miembro sostuvo que esta situación podría afectar los mercados financieros mexicanos, mientras que otro argumentó que podría tener efectos negativos sobre el tipo de cambio y por ende sobre la inflación. Sin embargo, algunos miembros recordaron que se ha visto muy poca transmisión del tipo de cambio a los precios al consumidor, ya que esos choques no se han acomodado monetariamente. En este contexto, otro miembro apuntó como riesgo para la inflación la resistencia a la baja de los precios de los productos comerciables pese a la apreciación del tipo de cambio, y enfatizó que debe haber simetría al analizar los efectos de una depreciación o apreciación del tipo de cambio sobre los precios.

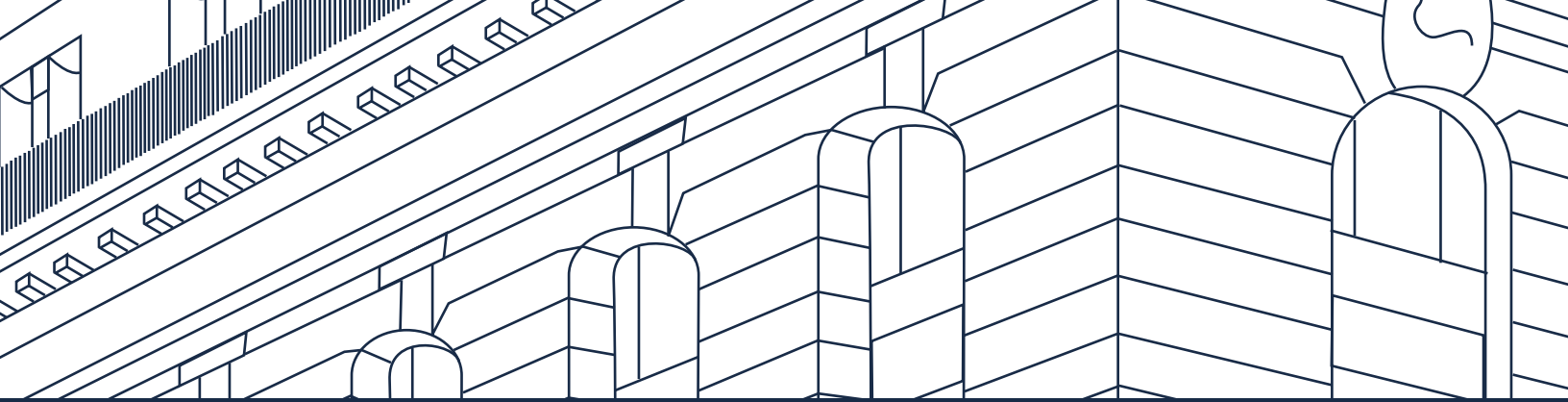
Todos los miembros de la Junta coincidieron en que de persistir los choques a la inflación y de no presentarse un cambio de tendencia en su comportamiento, podría ser recomendable próximamente un ajuste preventivo al alza de la tasa de interés de referencia. Asimismo, la mayoría de los miembros enfatizó que en caso de realizar un ajuste preventivo en la tasa de referencia, el objetivo sería mostrar el descontento del Banco de México con la elevada inflación y evitar una contaminación del proceso de formación de precios en la economía. Así, todos los miembros de la Junta concordaron en enviar la señal de un posible ajuste de la tasa de referencia en el futuro en caso de que persistan niveles elevados de inflación con la finalidad de reforzar el anclaje de la inflación y de sus expectativas, así como para prevenir un contagio y evitar comprometer la convergencia de la inflación al objetivo permanente del 3 por ciento.

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.

Dado que el aumento de la inflación en los últimos meses se ha debido fundamentalmente a choques que deberían ser transitorios y no hay evidencia de un proceso de aumentos generalizados de precios, la Junta de Gobierno ha decidido mantener sin

cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Sin embargo, si persisten los choques a la inflación, aún si se presume que sean transitorios, y los cambios en la tendencia de la inflación general y de la subyacente no se confirman, la Junta estima que sería procedente llevar a cabo próximamente 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 9 de noviembre de 2012

