

# Informe sobre la Inflación

Julio - Septiembre 2011

## Resumen

**E**l ritmo de expansión de la actividad económica mundial siguió debilitándose durante el tercer trimestre del año. Ello se retroalimentó negativamente con una mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Esto elevó los riesgos a la baja para la economía global y redujo las expectativas de crecimiento para la mayoría de los países, en particular de las economías avanzadas. Consecuentemente el panorama para la inflación se ha modificado, y se espera que ésta comience a disminuir en la mayor parte de los países. En este contexto se ha observado un cambio de dirección en la política monetaria a nivel mundial.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles muestran que durante el tercer trimestre la economía continuó mostrando signos de debilidad, si bien el crecimiento de la actividad económica fue mayor que el registrado el trimestre previo. Condiciones desfavorables en el mercado laboral y la mayor incertidumbre por la falta de acuerdos para garantizar la sostenibilidad fiscal han afectado negativamente la confianza de consumidores y empresas. Aunado a lo anterior, los menores precios de las casas y activos financieros, así como el elevado endeudamiento de las familias se espera que sigan limitando la recuperación del consumo. Por su parte, la actividad económica en la zona del euro se debilitó de manera importante. En particular, los problemas fiscales y de deuda soberana de algunas economías europeas y sus posibles repercusiones en el sistema financiero han deteriorado significativamente las perspectivas de esta región. En lo referente a las economías emergentes, éstas siguieron expandiéndose. No obstante, su ritmo de crecimiento se moderó y ante un entorno externo adverso se espera que continúen perdiendo dinamismo.

Los mercados financieros internacionales mostraron una mayor volatilidad durante el trimestre que se reporta. Ello ha sido consecuencia tanto de la ausencia de consensos que permitan resolver los desbalances en los sectores público y privado de las economías avanzadas, como de la vulnerabilidad del sistema bancario de la zona del euro a la deuda soberana de algunos países de la región. En este contexto, ante el deterioro de la situación en Grecia y la posibilidad de contagio a otras economías europeas, es necesario implementar los recientes acuerdos logrados por las autoridades europeas. Sin embargo, se debe asegurar que estas medidas sean suficientes para enfrentar la crisis, recapitalizar a la banca europea, y consolidar el ajuste fiscal. Así, aun cuando se logre disipar la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, los años venideros estarán marcados por un crecimiento endeble por parte de las economías avanzadas.

El panorama inflacionario a nivel mundial ha mejorado en los últimos meses como consecuencia del menor crecimiento esperado tanto en economías avanzadas como emergentes, y de la reducción en los precios de las materias primas en los mercados internacionales que ello conlleva. Así, se anticipa una postura de política monetaria más laxa en las economías avanzadas, y que en las emergentes, a pesar de la preocupación por la volatilidad en los mercados cambiarios, se mantenga en pausa el retiro del estímulo monetario o inclusive, en algunos casos, se observen reducciones en la tasa de interés de referencia.

El cambio en el entorno económico mundial significa un choque adverso para la economía mexicana. No obstante, entre las economías emergentes, México destaca por la solidez de sus fundamentos y políticas macroeconómicas. Así, a pesar de que el ajuste de la economía mexicana al nuevo entorno económico mundial implica una depreciación del tipo de cambio real, conviene destacar que este ajuste está teniendo lugar de manera ordenada.

Si bien durante el tercer trimestre de 2011 la actividad productiva en México continuó presentando una tendencia positiva, la información más reciente indica que se observó una desaceleración en su ritmo de crecimiento. En buena medida, esto refleja los efectos de la desaceleración de los niveles de actividad mundial y, en particular, de

Estados Unidos, sobre la demanda externa que enfrenta el país. A su vez, el entorno internacional descrito ha implicado expectativas menos favorables para el crecimiento de la economía global, sobre todo para 2012, por lo cual también se han revisado a la baja los pronósticos para el crecimiento económico en México. En este contexto, se anticipa que prevalecerán condiciones de holgura en la economía en lo que resta de 2011 y durante 2012.

Durante todos los meses transcurridos de 2011 la inflación general anual se inscribió dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento que se estableció para este indicador. Al final del tercer trimestre de 2011 la inflación general anual se ubicó en un nivel cercano a 3 por ciento. Asimismo, la inflación subyacente anual, que refleja en mayor medida la tendencia de mediano plazo de la inflación general, se mantuvo durante el trimestre que se analiza en niveles muy cercanos a 3 por ciento. Cabe señalar que, hasta el momento, la reciente depreciación del tipo de cambio no ha tenido un impacto discernible en el proceso de formación de precios. Ello es congruente con la previsión de que en el mediano plazo el tipo de cambio se encuentra anclado por los sólidos fundamentos de la economía mexicana y con evidencia estadística de que el traspaso del tipo de cambio a la inflación ha sido bajo en México durante la última década. Así, el pronóstico sobre la inflación se mantiene sin cambios cualitativos respecto al que se publicó en el anterior Informe sobre la Inflación.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

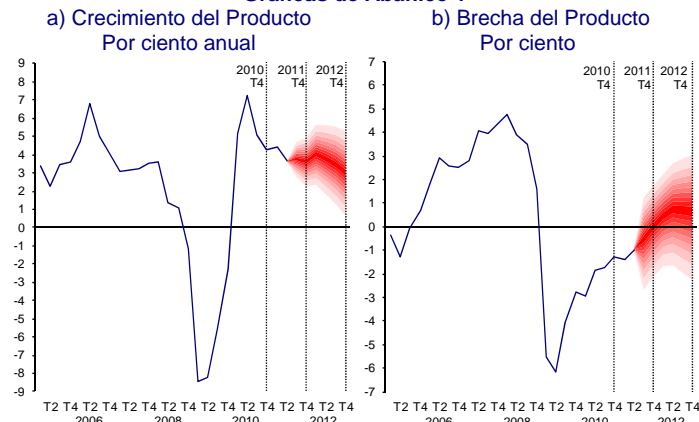
**Crecimiento de la Economía Nacional:** Considerando la información más reciente acerca de la economía de México, así como las menores expectativas de crecimiento de la economía de Estados Unidos a finales del año, el intervalo de pronóstico para la evolución anual del PIB en 2011 se revisa a la baja respecto al presentado en el Informe anterior, de un intervalo entre 3.8 a 4.8 por ciento, a uno entre 3.5 a 4.0 por ciento. Asimismo, el deterioro de las expectativas sobre el crecimiento económico mundial, en particular de la actividad industrial en Estados Unidos, conducen a que se espere que el PIB de México en 2012 presente una expansión de entre 3.0 y 4.0 por ciento (Gráfica 1a). Dicho intervalo se compara con el previsto en el Informe sobre la Inflación anterior, de 3.5 a 4.5 por ciento. De esta manera, se espera que la brecha del producto continuará cerrándose a una menor velocidad que la prevista anteriormente, y que en todo el horizonte de pronóstico ésta se mantendrá en niveles congruentes con una ausencia de presiones generalizadas sobre los precios por el lado de la demanda (Gráfica 1b).

**Empleo:** Considerando el desempeño del empleo formal en lo que va de 2011, así como el crecimiento de la actividad económica que se anticipa para el resto del año, se estima una creación entre 560 y 620 mil nuevos empleos formales, tomando como referencia el número de trabajadores asegurados en el IMSS. Por su parte, para 2012 se prevé la creación de entre 500 y 600 mil nuevos empleos formales.

**Cuenta Corriente:** Para 2011 se proyecta un déficit de la balanza comercial de 3.4 miles de millones de dólares (mmd) (0.3 por ciento del PIB) y un déficit de la cuenta corriente de 11.1 mmd (1.0 por ciento del PIB). Asimismo, para 2012 se estiman déficit de 8.0 mmd para la balanza comercial (0.7 por ciento del PIB) y de 17.0 mmd para la cuenta corriente (1.4 por ciento del PIB).

Los moderados déficit de la cuenta corriente esperados para 2011 y 2012, junto con el hecho de que el Gobierno Federal ya pre-financió su programa de amortizaciones de deuda externa para esos años, sugieren que no existirán problemas para financiarlos y que no habrá por esta fuente presiones sobre el tipo de cambio. Esto contrasta con la situación prevaleciente a principios de 2009, cuando existió cierta duda, a la postre infundada, acerca de la capacidad de la economía para financiar la cuenta corriente.

## Gráficas de Abanico 1



Dadas las condiciones prevalecientes en los mercados internacionales y en la economía de Estados Unidos, es claro que los riesgos a la baja sobre el escenario para el crecimiento de la economía mexicana antes descrito se han incrementado. Entre ellos destacan:

- I. La problemática situación fiscal y financiera en varios países de Europa, junto con los problemas estructurales en la economía de Estados Unidos, podrían traducirse en un impulso de la demanda externa menor al que se tiene anticipado y a que prevalezca incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Esto último podría conducir a un ajuste de cartera adicional que posiblemente afectaría la captación de recursos de las economías emergentes, entre ellas la de México.
- II. A pesar de los anuncios llevados a cabo a finales de octubre por las autoridades europeas, sigue existiendo cierta probabilidad de que se presente un evento de cola— es decir un evento que normalmente tendría asignada una baja probabilidad pero cuyos efectos podrían ser catastróficos— en los mercados financieros internacionales que afecte de manera importante la actividad económica tanto en economías avanzadas como en economías emergentes, así como la estabilidad en los mercados financieros internacionales.
- III. En el entorno nacional, en opinión de los especialistas en economía encuestados por el Banco de México, la inseguridad pública y la ausencia de cambios estructurales continúan siendo factores que podrían llegar a afectar adversamente el crecimiento de la economía.

**Inflación:** Las consideraciones expuestas en este Informe implican que la trayectoria prevista para esta variable presenta cambios menores que no modifican cualitativamente la proyección expuesta en el Informe sobre la Inflación anterior. Así, se ratifica que la trayectoria con mayor probabilidad de ocurrencia para la inflación general anual en lo que resta de 2011 y 2012 se inscribe dentro del intervalo de 3 a 4 por ciento (Gráfica 2a).

En lo que concierne a la inflación subyacente anual lo más probable es que durante lo que resta de 2011 ésta se ubique en niveles entre 3 y 3.5 por ciento, y que en 2012 sea muy cercana a 3 por ciento. Esto último tendría como sustento la ausencia de presiones generalizadas sobre la inflación y la disipación de los efectos de las perturbaciones que durante este año han incidido sobre la dinámica de los precios de algunos productos del grupo de los alimentos, bebidas y tabaco del INPC como consecuencia de modificaciones tributarias y del alza en las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias (Gráfica 2b).

En adición a los elementos antes señalados, conviene mencionar dos factores que contribuirán a que la evolución de la inflación sea acorde con la trayectoria que se tiene prevista para el siguiente año: i) la ausencia de cambios tributarios que incidan en la dinámica de la inflación; y ii) la previsión de que el monto de los deslices en los precios de los energéticos será similar al observado este año, lo que considerando una base de comparación más elevada implicaría una menor tasa de crecimiento anual de éstos y por ende una menor contribución a la inflación de este grupo.

Sin embargo, la trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos. Entre los riesgos a la baja destacan:

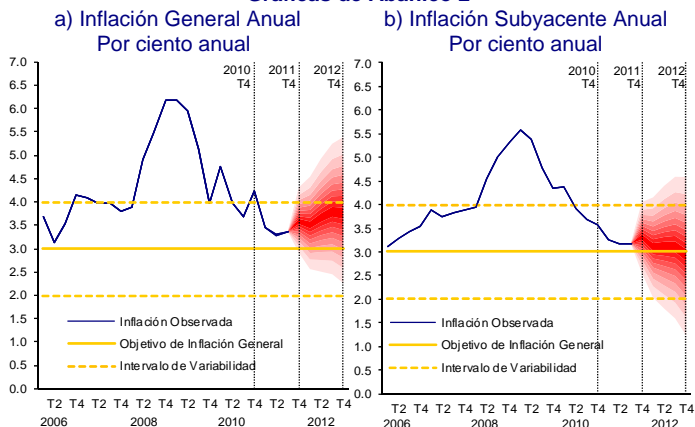
- a) La posibilidad de que se observe un mayor debilitamiento de las demandas externa e interna. Ello en un contexto en que especialmente la debilidad de la demanda externa podría prevalecer por un periodo prolongado, lo que significaría menores presiones inflacionarias.

- b) Un debilitamiento mayor al que se anticipa en el ritmo de crecimiento de la actividad económica mundial tendría como una vertiente adicional el impacto a la baja sobre los precios internacionales de las materias primas, cuya materialización repercutiría en menores presiones sobre los costos de producción de diversos bienes y servicios.

Por otro lado, y no menos importantes, como riesgos al alza para la trayectoria prevista para la inflación destacan:

- a) El posible aumento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales que podría generar una dinámica adversa del tipo de cambio que incida sobre el proceso de formación de precios.
- b) La potencial volatilidad de los precios de los productos agropecuarios podría inducir desviaciones de corto plazo de la inflación respecto a las proyecciones que se presentan en este Informe.

## Gráficas de Abanico 2



Finalmente, conviene enfatizar que el ajuste de la economía mexicana ante el deterioro de las condiciones externas está teniendo lugar de manera gradual y ordenada. Ello es resultado del fortalecimiento del marco para la conducción de la política macroeconómica y, en general, de un entorno de mejoría en los fundamentos económicos del país. Así, la conducción de la política monetaria enfocada en procurar la estabilidad de precios como ancla nominal en conjunción a una política fiscal prudente, un régimen de tipo de cambio flexible y una regulación y supervisión adecuada del sistema financiero han contribuido a mejorar la confianza en la economía nacional y han permitido atenuar el impacto negativo de choques externos, como el episodio reciente de turbulencia en los mercados financieros internacionales. Por consiguiente, es importante reiterar la relevancia de preservar la fortaleza del marco macroeconómico, particularmente ante la expectativa de que la economía mexicana enfrente un entorno externo que podría ser adverso el siguiente año.

Un marco macroeconómico sólido es fundamental para continuar con el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. A su vez, la estabilidad de precios es una condición indispensable para fomentar un entorno propicio para la inversión y la creación de empleos que permitan a la población mejorar sus condiciones de vida. Ciertamente, los efectos benéficos de una inflación baja y estable sobre la actividad económica se potenciarían al seguir avanzando en el proceso de reformas estructurales que contribuyan a aumentar la productividad en la economía.

Con base en la evolución de la inflación, la Junta de Gobierno considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, por lo que ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día durante el lapso que comprende este Informe. Sin embargo, se mantendrá atenta a las perspectivas para el crecimiento económico mundial y sus posibles implicaciones para la economía mexicana, lo cual, en un contexto de gran laxitud monetaria en los principales países avanzados, a la postre podría hacer conveniente un relajamiento de la política monetaria. En todo caso, la Junta vigilará el comportamiento de los determinantes de la inflación, y en particular del tipo de cambio, que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios para ajustar oportunamente la postura monetaria procurando en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.