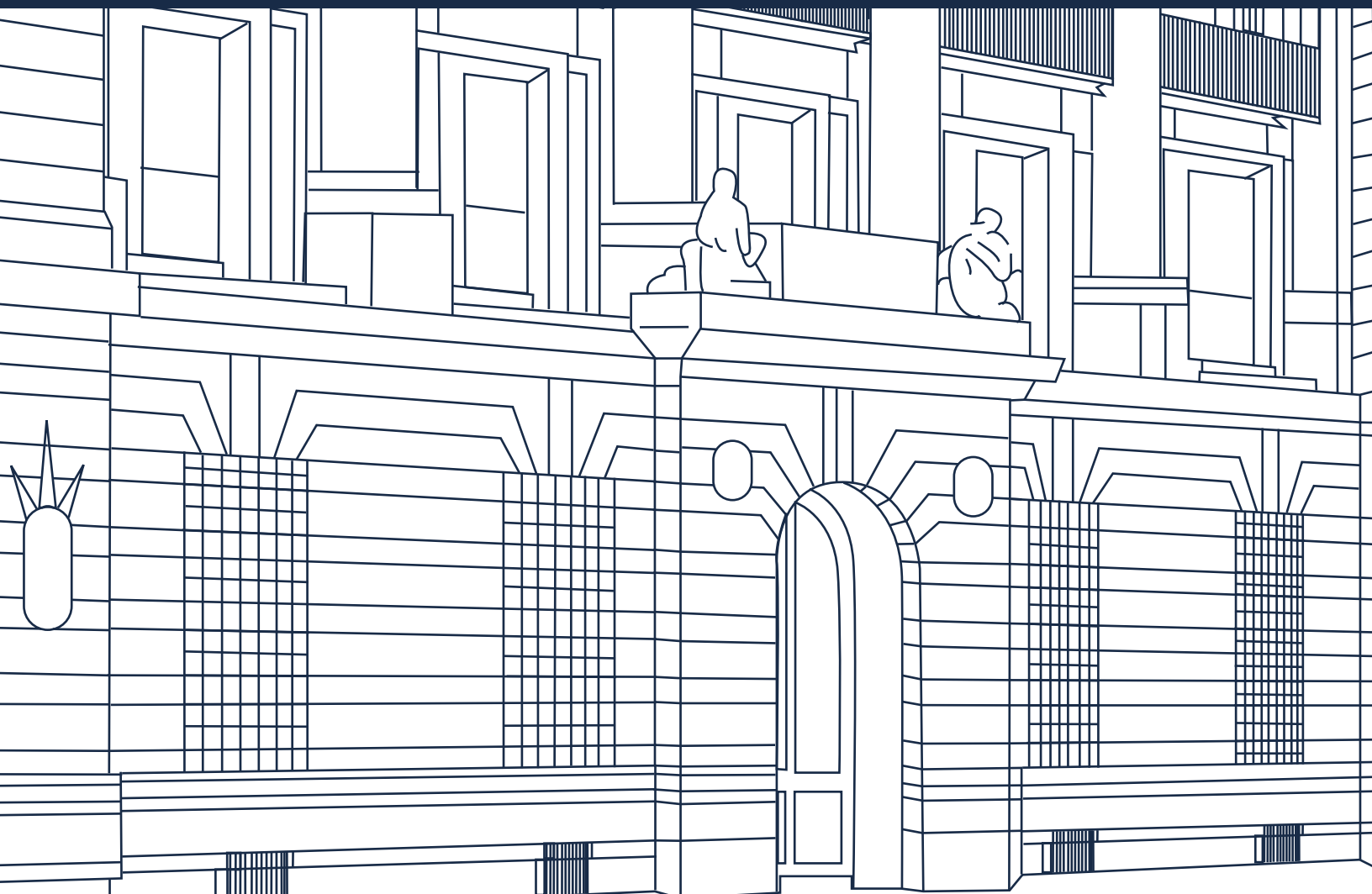




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 13

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 20 de julio 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: 19 de julio 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.

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

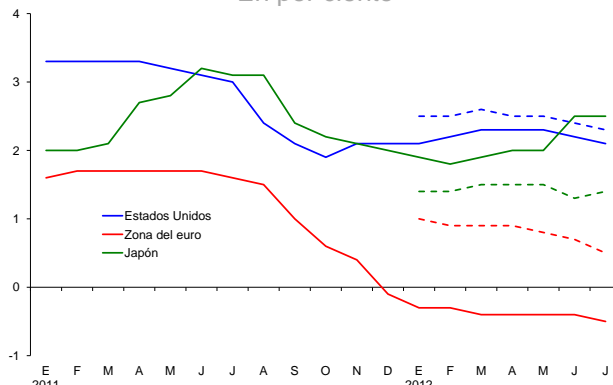
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

Diversos indicadores oportunos sugieren que la actividad económica global continuó desacelerándose en los últimos meses. En este contexto, se han revisado a la baja los pronósticos de crecimiento para la economía mundial tanto para 2012 como 2013.¹ Si bien estas reducciones en los pronósticos han sido hasta ahora relativamente pequeñas, esta revisión se ha observado tanto en economías avanzadas como en emergentes (Gráfica 1 y Gráfica 2). En este contexto, los riesgos a la baja para la actividad económica mundial se han incrementado de forma significativa.

¹ El Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja sus pronósticos de crecimiento mundial para 2012 y 2013 en 0.1 y 0.2 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con los publicados en abril pasado, para ubicarlos en 3.5 y 3.9 por ciento.

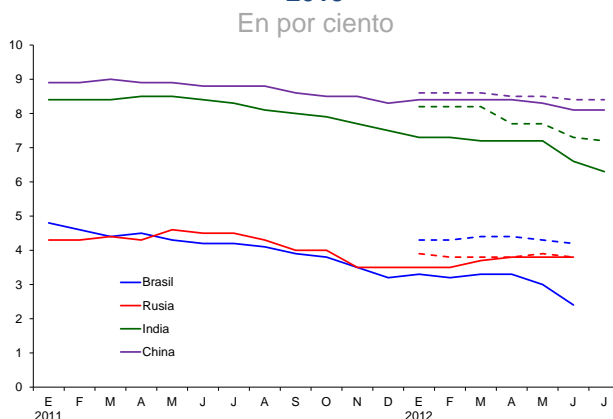
Gráfica 1
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013
En por ciento



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

Fuente: Consensus Forecasts

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



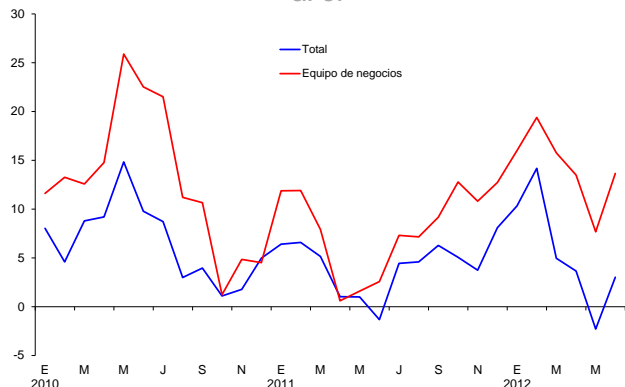
Nota: Las líneas punteadas se refieren a la evolución de los pronósticos de crecimiento en 2013. Las cifras de Brasil y Rusia están a junio.

Fuente: Consensus Forecasts.

En Estados Unidos el dinamismo de la actividad económica ha sido menor al esperado hasta hace unos meses. El crecimiento de la producción manufacturera ha registrado una tendencia a la baja a partir de febrero de este año, si bien en junio registró cierta recuperación (Gráfica 3). Otros indicadores prospectivos, como el Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero, apuntan a un escenario de una expansión de la actividad menos vigorosa en ese país (Gráfica 4).

Gráfica 3
EUA: Producción Manufacturera

Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento, a. e.



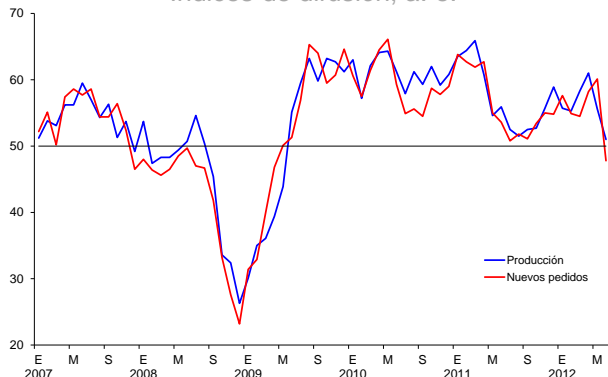
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

Gráfica 4

EUA: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero: Producción y Nuevos Pedidos

Índices de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Institute for Supply Management.

Por su parte, el ritmo de expansión en el empleo, que mostró señales de recuperación en los primeros meses del año, se ha debilitado recientemente. La creación promedio mensual de empleos ha disminuido sensiblemente, de 226 mil plazas en el primer trimestre a 75 mil en el segundo. Además, la tasa de desempleo aumentó de 8.1 por ciento en abril a 8.2 por ciento en mayo y se mantuvo en ese nivel en junio. La información oportuna parece sugerir una mayor cautela de los empleadores ante un entorno más incierto.

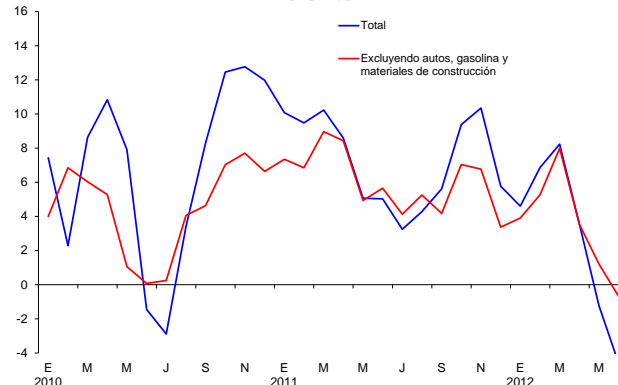
En general, los diferentes componentes de la demanda interna en Estados Unidos también han aminorado su ritmo de crecimiento. En particular el gasto en consumo se ha desacelerado, según se desprende del comportamiento reciente de las

ventas al menudeo. La variación sobre tres meses de este indicador pasó de 8.2 por ciento en marzo a -4.6 por ciento en junio (Gráfica 5). La desaceleración del consumo fue reflejo de la reciente debilidad en la recuperación del empleo ya mencionada y de cierto deterioro en la confianza de los hogares, que todavía se encuentran en el proceso de reducción de su endeudamiento.

Gráfica 5

EUA: Ventas al Menudeo

Variación sobre tres meses anualizada en por ciento

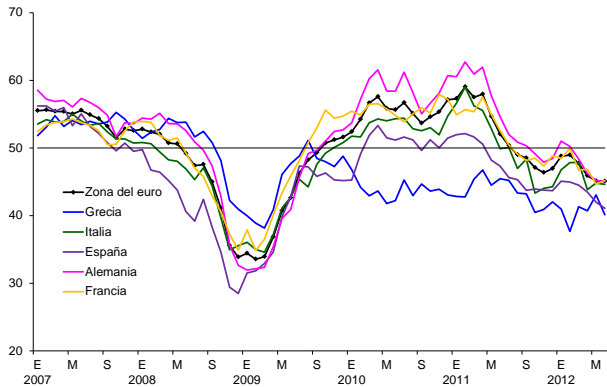


Fuente: Census Bureau.

A pesar de que las empresas disponen de considerables fondos internos, la inversión fija no residencial creció a una tasa inferior que la observada en el primer trimestre del año, posiblemente como reflejo de la incertidumbre que prevalece en torno al proceso de consolidación fiscal en dicho país y en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Finalmente, la debilidad del gasto en inversión también refleja el menor crecimiento de la demanda externa. En particular, se ha reducido considerablemente el ritmo de expansión de las exportaciones de Estados Unidos a Asia, resaltando China, así como a Europa.

En la zona del euro la información disponible sugiere que el PIB se contrajo en el segundo trimestre, extendiéndose la atonía de la actividad a algunas de las principales economías de la región. Resalta Alemania, en donde los Índices de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero han retrocedido en los últimos meses (Gráfica 6).

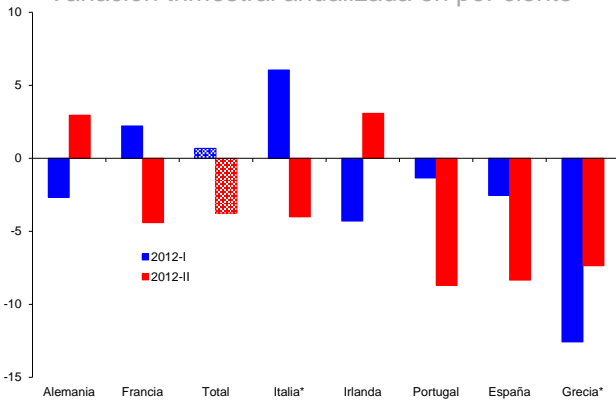
Gráfica 6
Zona del Euro: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
 Índice de difusión, a. e.



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

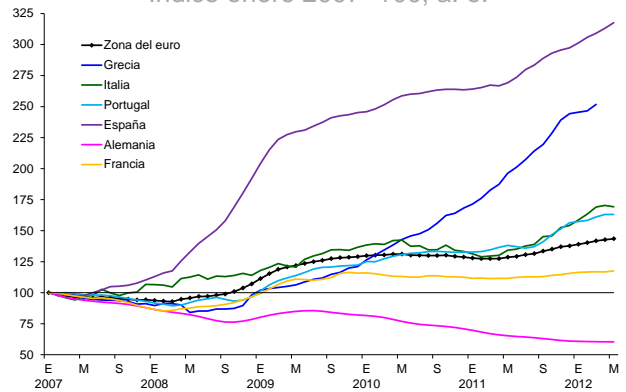
Asimismo, las ventas al menudeo en la zona del euro registraron una caída en el período abril-mayo de 2012 a tasa trimestral anualizada, con excepción de Alemania e Irlanda (Gráfica 7). Es claro que el consumo en la región está siendo afectado por el deterioro en la confianza de los hogares ante las menores perspectivas económicas y, en particular, del empleo, la falta de disponibilidad de crédito y el proceso de desapalancamiento de las familias en algunos países. En particular, ha existido una continua alza en la tasa de desempleo en la región, destacando el caso de España en donde este indicador ha alcanzado niveles máximos históricos y mantiene una tendencia al alza (Gráfica 8).

Gráfica 7
Zona del Euro: Volumen de Ventas al Menudeo
 Variación trimestral anualizada en por ciento



*La última cifra disponible es abril 2012.
 Fuente: Eurostat.

Gráfica 8
Zona del Euro: Desempleo
 Índice enero 2007=100, a. e.



Nota: Grecia con información disponible a marzo.
 a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Eurostat.

Las condiciones en los mercados financieros europeos continuaron deteriorándose durante junio y lo que va de julio. En particular, la creciente incertidumbre alrededor de los problemas en la zona del euro condujo a un aumento en las primas por riesgo, especialmente en España donde a pesar del anuncio de diversas medidas para atender sus problemas, las referidas primas no han disminuido de manera importante. Sin embargo, a raíz de las medidas tomadas a finales de junio por las autoridades europeas para fortalecer la integración financiera y fiscal de la zona, dicha incertidumbre se ha revertido parcialmente en las últimas semanas. A pesar de ello, existen dudas sobre la implementación y efectividad de estas medidas, por lo que la posibilidad de un evento catastrófico en Europa no ha disminuido de manera significativa.

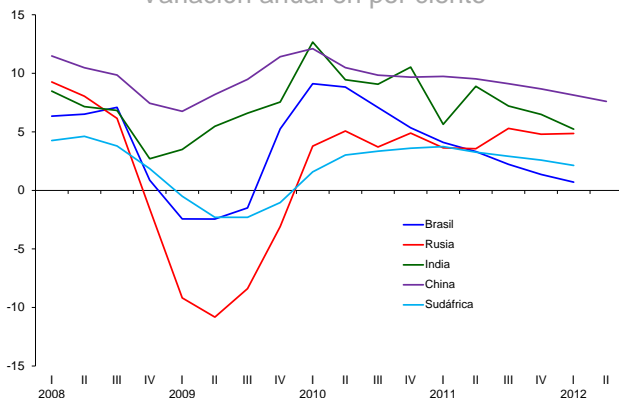
En este entorno, el crédito al sector privado no financiero en la zona del euro continuó desacelerándose y, de hecho, registró un crecimiento nulo en mayo. Con esto se ha intensificado la retroalimentación negativa entre el bajo crecimiento económico, los problemas del sector bancario en la región y el de sostenibilidad de la deuda soberana de varios países de la zona del euro. Romper este círculo negativo ha sido un objetivo principal de las medidas anunciadas por las autoridades europeas.

La desaceleración en las economías de Estados Unidos y de la zona del euro ha traído como consecuencia que, en general, la expansión de las exportaciones de las economías emergentes se haya reducido en los últimos meses. Esto ha contribuido a que el ritmo de crecimiento de las

principales economías emergentes disminuya. En China, aunado al deterioro de las perspectivas de la demanda proveniente del exterior, se ha observado también un debilitamiento en su demanda interna. De forma similar en otras economías emergentes, como India y Brasil, el ritmo de expansión de la actividad económica se ha reducido de manera importante (Gráfica 9), siendo afectadas también, en algunos casos, por la baja en los precios de las materias primas que constituyen una parte importante de su producción.

Respecto a este último punto, los precios internacionales de las principales materias primas, con excepción de los granos por razones climáticas, descendieron de manera significativa en los últimos meses, principalmente como resultado de la desaceleración de la economía mundial y el deterioro de sus perspectivas. En particular, los precios internacionales del petróleo mostraron una marcada disminución a partir de marzo, si bien recientemente tuvieron una pequeña recuperación.

Gráfica 9
Economías Emergentes: Crecimiento Real del
Producto Interno Bruto
 Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

Como resultado de la reducción en el dinamismo de la actividad económica y de menores precios de la mayoría de los productos primarios, los analistas continúan anticipando, en general, que la inflación en gran parte de los países siga moderándose en el segundo semestre del año y durante 2013. En este entorno, las economías avanzadas y varias emergentes han implementado un relajamiento en su postura monetaria. Incluso, se prevé que en varias economías de ambos grupos se adopten posturas monetarias aún más acomodaticias en la segunda parte del año.

En particular, destaca que la inflación general anual en Estados Unidos siguió bajando en el segundo

trimestre, ubicándose en 1.7 por ciento en mayo, nivel menor al 2.3 por ciento observado en abril. Bajo este escenario, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su banda objetivo de 0 a 0.25 por ciento para la tasa de fondos federales. Además, en su reunión de junio decidió continuar hasta diciembre de 2012 con su programa de extender el vencimiento promedio de sus tenencias de valores, lo que significó un relajamiento adicional en su postura monetaria puesto que el referido programa estaba previsto que concluyera en junio. 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 en su poder, así como de reinversión de bonos del Tesoro.

En la zona del euro, la inflación general anual ha registrado una tendencia descendente en los últimos meses, aunque ha permanecido por encima del objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE), inferior pero cercana al 2 por ciento. La inflación anual en junio fue de 2.4 por ciento, cifra similar a la de mayo. En su reunión de julio, el BCE relajó su postura monetaria al reducir la tasa de política en 25 puntos base, para ubicarla en un mínimo histórico de 0.75 por ciento. Además, disminuyó la tasa de interés de la facilidad de depósito en 25 puntos base a 0.0 por ciento. En su comunicado, el BCE señaló que las presiones inflacionarias han disminuido y que los riesgos a la baja para el panorama económico continúan y en parte se han materializado.

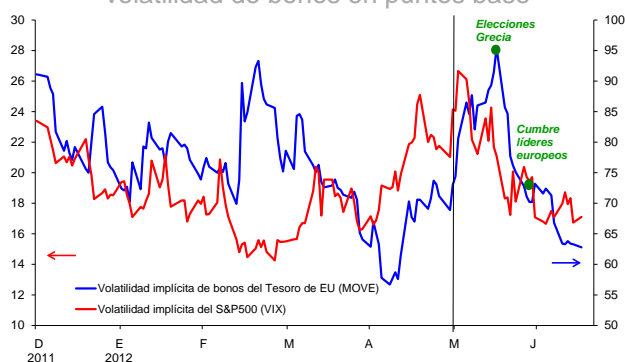
En la mayoría de las economías emergentes se ha observado una moderación en la inflación y se anticipa que ésta disminuya aún más en los siguientes meses. La inflación anual al consumidor en China pasó de 3.0 por ciento en mayo a 2.2 por ciento en junio, la cifra más baja en los últimos 29 meses. El Banco Central de China redujo su tasa de préstamos en junio en 25 puntos base y nuevamente en julio en 31 puntos base, para situarla en 6.0 por ciento. Por su parte, la inflación anual en Brasil continuó disminuyendo, alcanzando 4.9 por ciento en junio. El Banco Central de Brasil redujo su tasa de política en 50 puntos base a 8.0 por ciento en julio, con lo cual ésta acumuló una reducción de 450 puntos base desde agosto de 2011.

2.2. Evolución financiera reciente

Los mercados financieros tuvieron un comportamiento errático desde la última reunión de política monetaria. En un inicio su comportamiento fue positivo, lo cual se reflejó en una reducción importante de la volatilidad implícita en los precios de opciones de distintos activos financieros así como en un avance moderado de los principales índices accionarios (Gráfica 10). Lo anterior gracias al resultado de las elecciones en Grecia, el cual disminuyó la probabilidad de que este país abandonara la Unión Monetaria Europea en el corto plazo. Asimismo, como ya se mencionó, las medidas anunciadas por las autoridades europeas para recapitalizar al sistema financiero y para hacer frente a la crisis de deuda soberana también ayudaron a aminorar la posibilidad de que se pudiera materializar un evento negativo extremo en Europa.

Gráfica 10
Estados Unidos: Volatilidad Anual Implícita en las Opciones del S&P500 y en las Opciones de Bonos del Tesoro

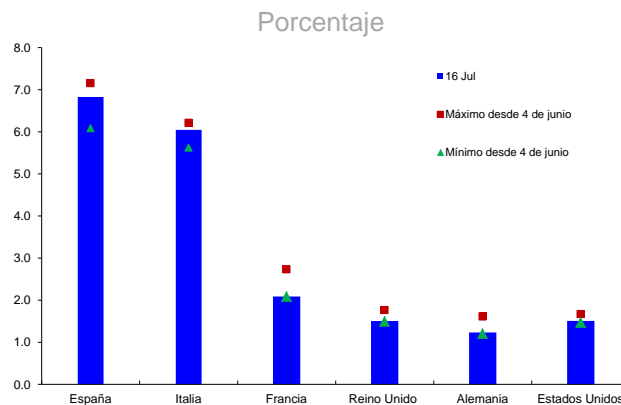
Volatilidad del mercado accionario en por ciento; volatilidad de bonos en puntos base



Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, a medida que se puso en evidencia la dificultad de instrumentar medidas orientadas hacia una mayor integración fiscal y bancaria en la zona del euro, y ante la confirmación de que la economía global se está desacelerando, cambió el sentimiento en los mercados. De esta forma, se observó nuevamente una liquidación de posiciones de algunos activos financieros de mayor riesgo. En particular, inquietó que las condiciones de financiamiento para España e Italia siguieran siendo desfavorables, tanto en el nivel absoluto de las tasas de interés como en el perfil de colocación de deuda (Gráfica 11). De hecho, el financiamiento a dichos países se concentró nuevamente en vencimientos de corto plazo.

Gráfica 11
Tasa de Rendimiento de Bonos Gubernamentales de 10 años de Países Seleccionados

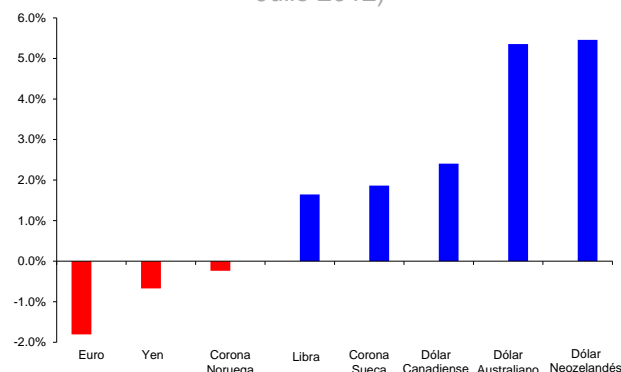


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en los mercados cambiarios destacó la evolución del euro, pues esta divisa siguió depreciándose frente a la mayoría de las monedas (Gráfica 12). El euro estuvo afectado, entre otros factores, por el proceso de diversificación de carteras de activos europeos hacia los de otras regiones del mundo.

Gráfica 12
Variación Porcentual de las Principales Divisas Respecto al Dólar Americano

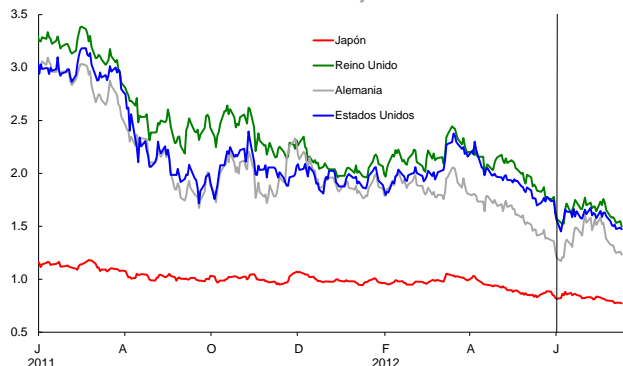
Porcentaje (Periodo del 04 de Junio 2012 al 16 de Julio 2012)



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, la mayor demanda por activos de bajo riesgo de crédito ocasionó que las tasas de interés de Alemania, Estados Unidos y Reino Unido permanecieran en niveles históricamente bajos (Gráfica 13).

Gráfica 13
Tasa de Bonos Gubernamentales con
Vencimiento a 10 Años
 Porcentaje

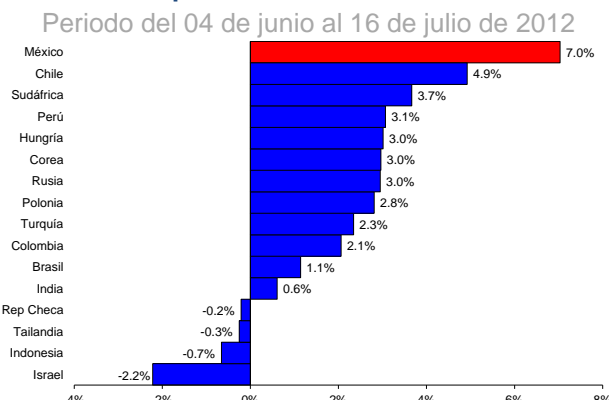


Fuente: Bloomberg.

2.2.1 Mercados emergentes

Como en el caso de los mercados financieros de países avanzados, los activos financieros de los principales mercados emergentes mostraron inicialmente una evolución favorable como consecuencia del resultado de las elecciones en Grecia y de los acuerdos alcanzados por los líderes europeos. Sin embargo, recientemente el tono positivo de los mercados emergentes se ha moderado. Como se mencionó, la debilidad que han mostrado las cifras de crecimiento (tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes) y las dificultades de las autoridades europeas para instrumentar los acuerdos alcanzados, han incidido de manera negativa recientemente sobre los mercados emergentes. A pesar de ello, en el periodo en su conjunto desde la última reunión de política monetaria, la mayoría de las divisas de países emergentes y sus índices accionarios se fortalecieron (Gráfica 14 y Gráfica 15).

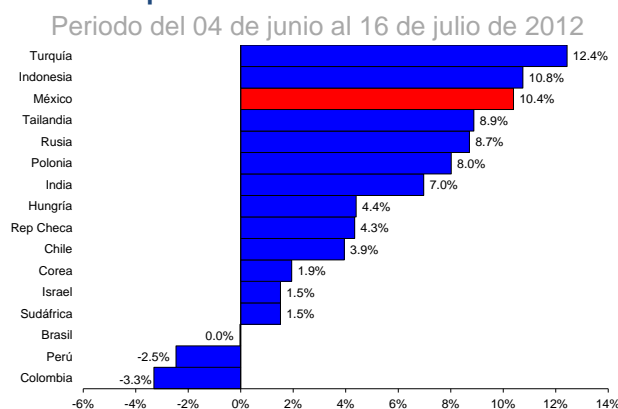
Gráfica 14
Variación Porcentual de Divisas Seleccionadas
Respecto al Dólar Americano



(+) apreciación/ (-) depreciación.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 15
Variación Porcentual de los Índices Accionarios
para Países Seleccionados



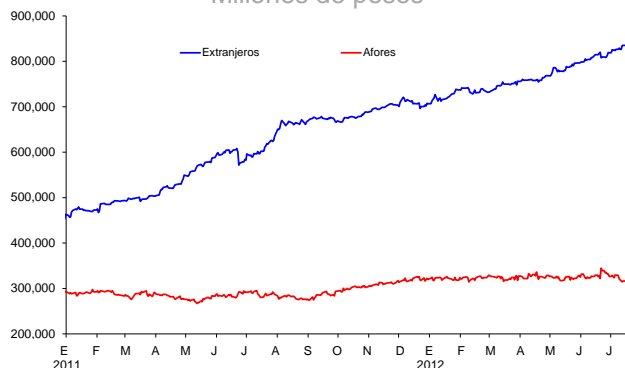
(+) apreciación/ (-) depreciación.

Fuente: Bloomberg.

2.2.2 Mercados en México

El peso se apreció de manera importante durante el periodo, siendo la divisa emergente con la mayor ganancia y logrando con ello recuperar parte de la depreciación registrada desde abril. La menor probabilidad de que en Europa se materialice un evento de riesgo extremo, así como la expectativa de que el Presidente electo sea ratificado por las autoridades correspondientes y posteriormente busque aprobar algunas de las reformas estructurales pendientes, fueron los factores que en mayor grado contribuyeron a la apreciación del peso. En este entorno, se observó una fuerte demanda de parte de los inversionistas extranjeros por activos denominados en pesos (Gráfica 16).

Gráfica 16
Tenencia de Bonos Gubernamentales de
Inversionistas Extranjeros y Afores
 Millones de pesos

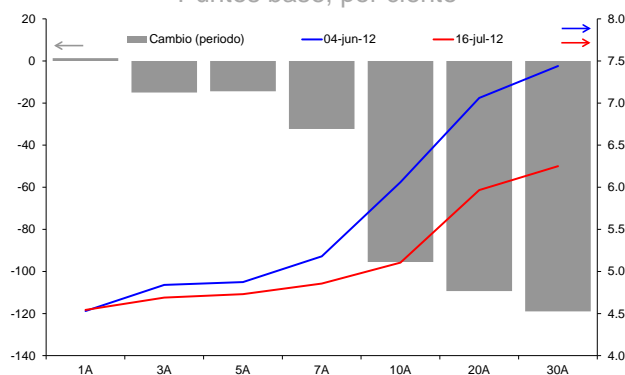


Fuente: Banco de México.

Por su parte, la dinámica en el mercado de deuda local también fue positiva a lo largo de estas últimas semanas. Al respecto, destacó la fuerte disminución observada en las tasas de rendimiento de los bonos de largo plazo (20 y 30 años), con un descenso de hasta 100 puntos base a niveles históricamente bajos. Estas caídas provocaron, a su vez, un aplanamiento muy importante de la curva de rendimiento (Gráfica 17).

Finalmente, tanto la expectativa de la mayoría de los analistas, como la trayectoria futura de la tasa de fondeo implícita en la estructura de tasas de interés, anticipan que no se modificará la postura de política monetaria en lo que resta del año.

Gráfica 17
Curva de Rendimientos
 Puntos base, por ciento



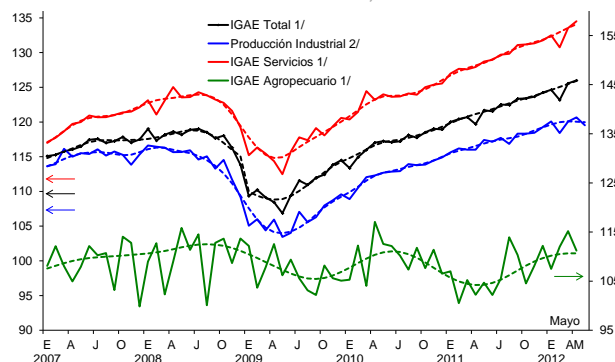
Fuente: Banco de México con datos de PIP.

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

2.3.1. Actividad económica

No obstante las adversas condiciones prevalecientes en la economía mundial, la economía mexicana aún no parece haber sido afectada de manera notoria por dicho entorno. En efecto, durante el segundo trimestre de 2012 la actividad económica continuó mostrando una tendencia positiva (Gráfica 18). Este desempeño reflejó tanto el impulso que sigue ejerciendo la demanda externa sobre la producción manufacturera, como el persistente dinamismo de la demanda interna.

Gráfica 18
Indicadores de la Actividad Económica
 Índice 2003 = 100, a. e.



1/ Cifras a abril de 2012.

2/ Cifras a mayo de 2012 del Indicador de la Actividad Industrial. a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Profundizando en lo anterior, la demanda proveniente de Estados Unidos y de otros países siguió mostrando una trayectoria creciente, lo cual se reflejó en un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones manufactureras, tanto del sector automotriz, como del resto de las exportaciones de dicho sector (Gráfica 19). Al dinamismo del sector manufacturero también contribuyó la depreciación del tipo de cambio real en relación a los niveles de la primera mitad de 2011.

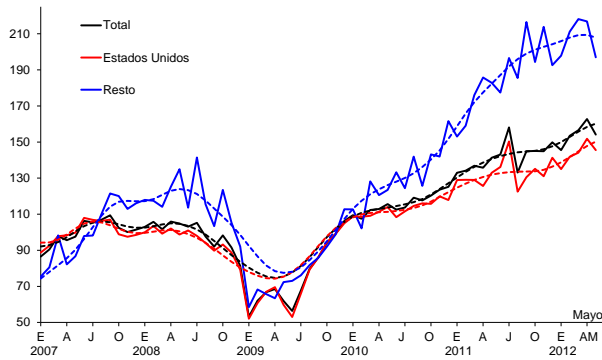
Por su parte, la demanda interna continuó expandiéndose en el segundo trimestre del año, si bien a un ritmo relativamente más moderado que el registrado por la demanda externa. En particular, el consumo exhibió una tendencia positiva, como lo muestran las ventas de la ANTAD y de establecimientos comerciales al menudeo, si bien las ventas al mayoreo presentaron una contracción

(Gráfica 20 y Gráfica 21). Asimismo, la inversión fija bruta continuó mostrando un elevado ritmo de crecimiento, impulsada principalmente por la inversión en maquinaria y equipo de origen importado (Gráfica 22). Este comportamiento parecería ser respuesta, en parte, al hecho de que el porcentaje de utilización de la capacidad instalada ha alcanzado niveles comparables a los registrados antes de la crisis.

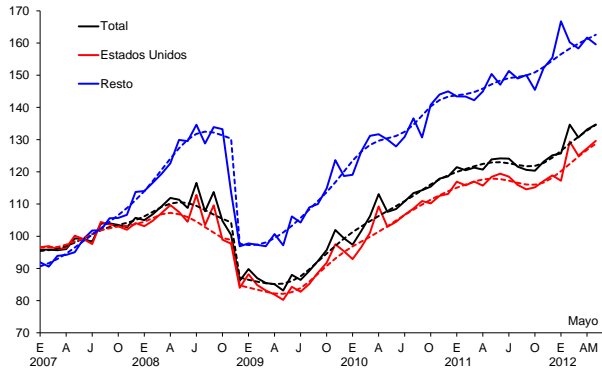
Gráfica 19
Indicadores de las Exportaciones
Manufactureras

Índice 2007 = 100, a. e.

Automotriz



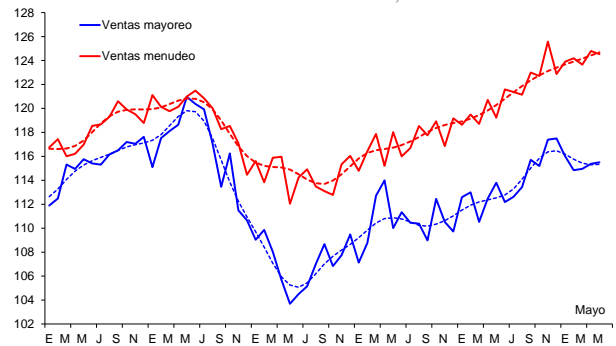
No Automotriz



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

Gráfica 20
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
Ventas a Tiendas Totales
de la ANTAD

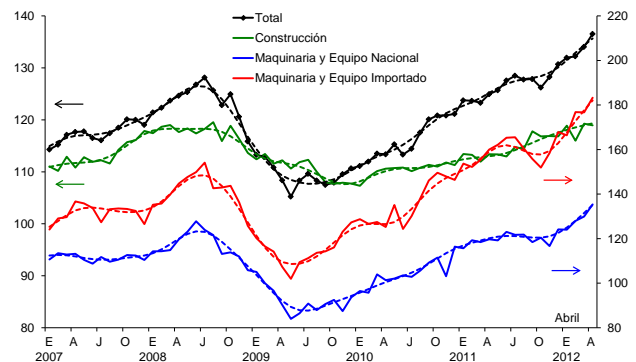
Índice 2003 = 100, a. e.



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 22
Inversión y sus Componentes

Índice 2005=100, a.e.



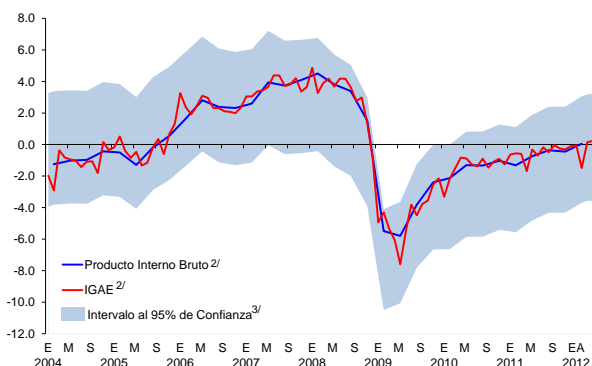
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

A pesar de que la brecha del producto prácticamente se ha cerrado, situándose en niveles cercanos a cero, no se perciben presiones sobre los precios derivadas de esta fuente (Gráfica 23). Diversos indicadores del uso de los recursos productivos apuntan a que aún existe holgura en sus respectivos mercados, al tiempo que no se observan presiones de demanda sobre las cuentas externas del país.

Gráfica 23
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 primer trimestre de 2012; cifras del IGAE a abril de 2012.

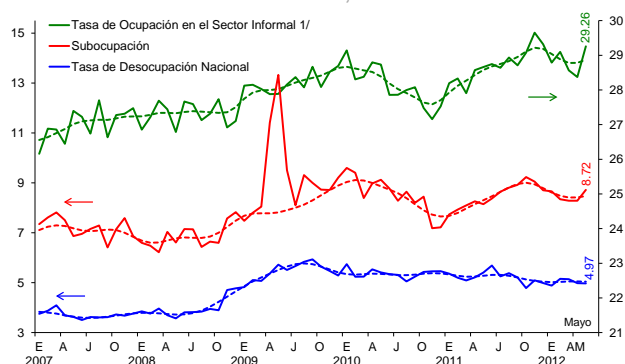
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

En particular, a pesar de que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó registrando una trayectoria creciente, las tasas de desocupación, de ocupación en el sector informal y de subocupación permanecen en niveles superiores a los observados antes de la crisis y no muestran una tendencia clara a la baja (Gráfica 24). Por su parte, en el segundo trimestre del año no parecerían haberse registrado problemas de escasez de mano de obra calificada (Gráfica 25).

Gráfica 24
Tasas de Subocupación, de Desocupación y de Ocupación en el Sector Informal

Por ciento, a. e.



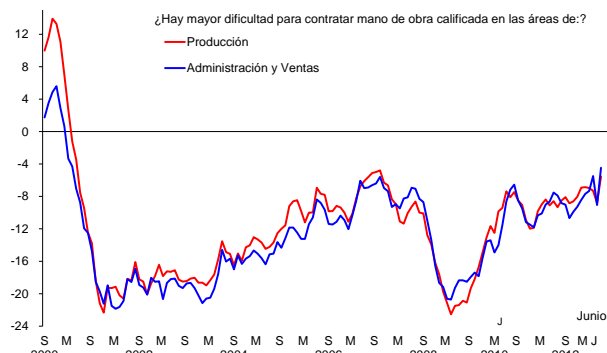
1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Gráfica 25
Indicador de Holgura en el Mercado Laboral

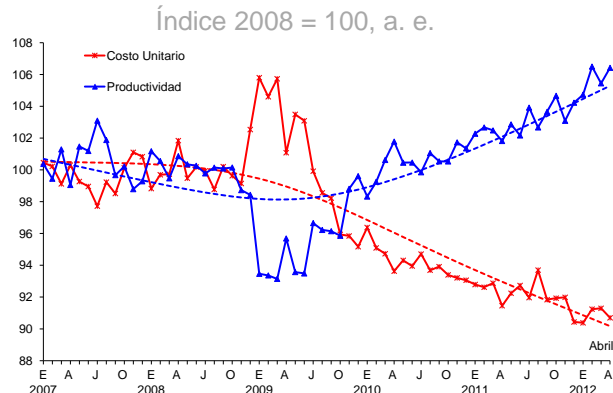
Promedio móvil de tres meses de los balances de respuestas, excepto los tres últimos meses



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero, Banco de México.

En este contexto, los incrementos salariales han sido relativamente moderados. Esto, en conjunción con la trayectoria creciente que ha mostrado la productividad media del trabajo, se ha reflejado en una tendencia a la baja de los costos laborales unitarios (Gráfica 26). De esta manera, no se han registrado presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de dichos costos.

Gráfica 26 Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero, tanto el otorgado a las empresas como el que se provee a los hogares, continuó creciendo con un dinamismo similar al registrado en meses previos. 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, incluso registrando en meses recientes mayor actividad que la observada a principios de este año. Por su parte, el crédito a los hogares también mantuvo una trayectoria de crecimiento estable. Ello se explica tanto por el continuo incremento del crédito hipotecario como por el crecimiento del crédito al consumo. Cabe destacar que, en este contexto de expansión de la cartera de crédito al sector privado no financiero, el mercado no ha mostrado señales de sobrecalentamiento, toda vez que las tasas de interés permanecen en niveles estables e históricamente bajos, y las carteras de crédito no han presentado un deterioro en su calidad.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

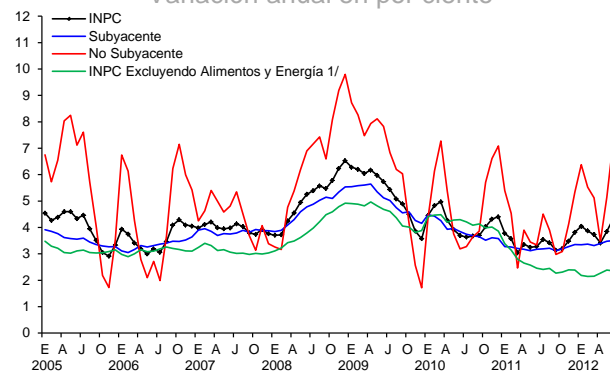
En junio de 2012 la inflación general anual fue 4.34 por ciento (el mes previo fue 3.85 por ciento, Gráfica 27 y Cuadro 1). El incremento que exhibió este indicador fue consecuencia, primordialmente, del desempeño de las cotizaciones de un grupo muy reducido de hortalizas, entre las que destaca el jitomate. Es decir, el aumento que exhibió la inflación general anual en junio no fue un fenómeno generalizado, sino limitado a una porción pequeña

de la canasta del subíndice de precios no subyacente cuyo precio relativo se modificó.

La inflación subyacente anual en junio de 2012 fue 3.50 por ciento (en mayo fue 3.48 por ciento, Gráfica 27 y Cuadro 1). Así, esta variable fue considerablemente menor que la correspondiente a la inflación general y exhibió una trayectoria relativamente estable. Al considerar que la inflación subyacente es un indicador de la tendencia de mediano plazo de la inflación general, su desempeño reciente anticipa que el repunte del segundo indicador citado será transitorio.

La inflación subyacente de los servicios anual mantuvo un nivel inferior a 3 por ciento durante el periodo que se analiza. En particular, en junio de 2012 ésta fue 2.54 por ciento (en mayo fue 2.63 por ciento, Cuadro 1 y Gráfica 28).

Gráfica 27 Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación anual en por ciento

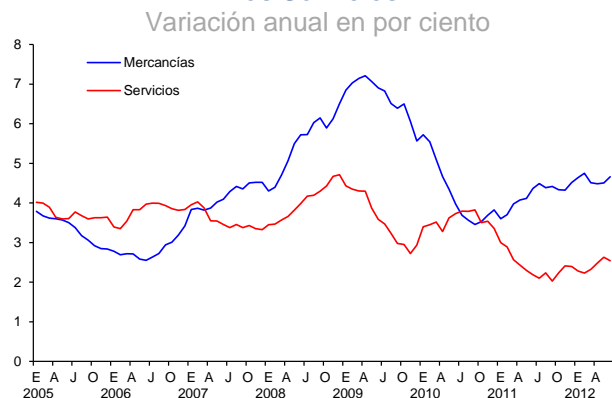


Fuente: Banco de México e INEGI.
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

En junio de 2012 la inflación subyacente de las mercancías anual fue 4.66 por ciento (la cifra correspondiente al mes previo fue 4.50 por ciento, Cuadro 1). El comportamiento de este indicador ha sido congruente con los cambios en precios relativos que el Banco de México anteriormente había anticipado, y que resultaron tanto de la depreciación que experimentó el tipo de cambio en la segunda parte de 2011, como de las alzas en los precios internacionales de las materias primas en la primera parte de ese mismo año. Al respecto, conviene enfatizar que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido reducido, en congruencia con los siguientes elementos: i) si bien la economía ha continuado expandiéndose, el crecimiento de la demanda agregada no ha sido lo suficientemente elevado como para propiciar un elevado traspaso del ajuste

cambiarlo a los precios; ii) la estabilidad que han exhibido las expectativas sobre la Inflación; iii) la opinión de directivos de empresas entrevistados recientemente por el Banco de México respecto a sus políticas de revisión de precios en un entorno de volatilidad cambiaria;² y, iv) la evidencia estadística histórica documentada por el Banco de México, la cual indica que al haberse incrementado la credibilidad de la política monetaria, el grado de traspaso se ha reducido de manera sostenible en el país.³

Gráfica 28
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual en junio de 2012 fue 7.26 por ciento, lo que implicó un incremento significativo respecto a la cifra que se registró en mayo de 5.15 por ciento (Cuadro 1). Este incremento fue impulsado principalmente por el desempeño del grupo de los productos agropecuarios cuya tasa de crecimiento anual alcanzó en junio un nivel de 11.29 por ciento (en mayo fue 5.60 por ciento). Al interior de este grupo destaca la mayor contribución del jitomate, ya que la variación anual de su precio de mayo a junio de 2012 pasó de -39.66 a 37.15 por ciento.

Por su parte, las expectativas de inflación han permanecido ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento. No obstante, las correspondientes a horizontes de corto plazo, en particular las referentes a 2012, mostraron un repunte asociado a los ajustes en precios relativos antes referidos. Así, de acuerdo a la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación general

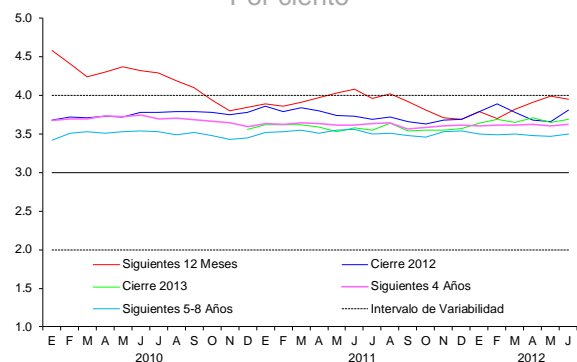
² Véase Reporte sobre las Economías Regionales Enero – Marzo 2012.

³ Véase Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2011, Capítulo Técnico: "Traspaso a Precios de Perturbaciones del Tipo de Cambio".

para el cierre de 2012 presentó un aumento, pasando de 3.65 por ciento en mayo, a 3.81 por ciento en junio de 2012 (Gráfica 29). Lo anterior se debió, principalmente, al incremento de la expectativa implícita para el componente no subyacente, la cual pasó de 4.18 por ciento en mayo a 4.70 por ciento en junio, mientras que el promedio de las expectativas del componente subyacente presentó un ajuste menor al pasar de 3.50 a 3.54 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 pasó de 3.65 por ciento en la encuesta de mayo a 3.69 por ciento en la encuesta de junio de 2012. Esto se debió, en lo principal, al incremento de la expectativa implícita para el componente no subyacente, la cual pasó de 4.30 a 4.44 por ciento, mientras que el componente subyacente se mantuvo prácticamente sin cambio, pasando de 3.46 a 3.47 por ciento, ambos en el referido periodo.

En cuanto a las expectativas de inflación a horizontes de mediano y largo plazo, éstas se han mantenido sin variaciones importantes 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 se mantuvieron alrededor de 3.60 por ciento, mientras que las correspondientes al promedio de los siguientes 5 a 8 años permanecieron alrededor de 3.50 por ciento (Gráfica 29).

Gráfica 29
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento

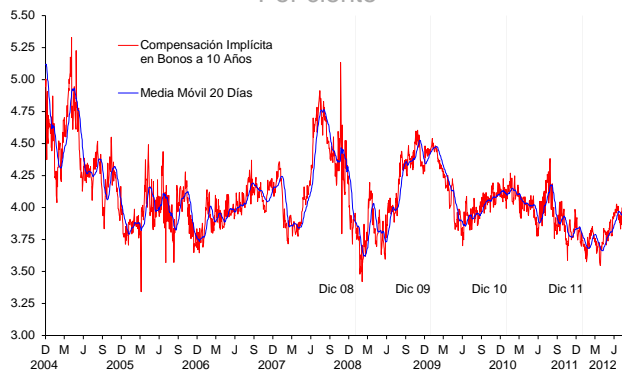


Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información que proviene de las encuestas, a partir del comportamiento de los instrumentos financieros se puede calcular 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 indizados a la inflación del mismo plazo). En los últimos días este indicador revirtió parte del incremento que se había presentado en las semanas anteriores en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales para ubicarse en niveles cercanos a 3.9 por ciento. De ahí se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo son inferiores a dicho nivel, ya que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo (Gráfica 30).

Gráfica 30
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 es congruente con el proceso de convergencia hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. Así, aun cuando podrían observarse en el muy corto plazo (particularmente en el tercer trimestre de 2012)

desviaciones asociadas al desempeño del componente no subyacente del INPC, especialmente asociadas a perturbaciones en las cotizaciones del jitomate y del huevo (la producción de este último podría verse afectada por el reciente brote de influenza aviar en granjas ubicadas en Jalisco), se considera que hacia finales de 2012 y durante 2013, la inflación general anual se ubique en el intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento. Por otra parte, en 2013 se estima que la inflación general anual se acercará a la parte inferior del intervalo mencionado, esto una vez que los efectos de los ajustes en precios relativos se vayan disipando.

En el caso de la inflación subyacente anual se prevé que hacia el cierre de 2012 ésta se acerque a 3 por ciento y que en 2013 fluctúe alrededor de dicho nivel. Cabe señalar que se proyecta que esta variable presente un nivel promedio menor en 2013 respecto al que se anticipa para el año actual, esto en virtud de que se espera el desvanecimiento de los efectos asociados a las alzas que se han presentado en los precios de algunos alimentos.

En lo que toca a los riesgos asociados a la previsión sobre la inflación destaca que, en el corto plazo se han acentuado los riesgos al alza asociados a la evolución de los precios de algunos productos agropecuarios en respuesta a factores climáticos y por la epidemia aviar. Sin embargo, en el mediano plazo los riesgos a la baja se han intensificado como reflejo de un posible debilitamiento de las demandas externa e interna.

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

Concepto	Diciembre 2011	Mayo 2012	Junio 2012
INPC	3.82	3.85	4.34
Subyacente	3.35	3.48	3.50
Mercancías	4.52	4.50	4.66
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.32	6.43
Mercancías no Alimenticias	2.39	3.11	3.29
Servicios	2.40	2.63	2.54
Vivienda	2.04	1.86	1.85
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.53	4.62
Otros Servicios	2.27	2.88	2.67
No Subyacente	5.34	5.15	7.26
Agropecuarios	3.73	5.60	11.29
Frutas y Verduras	-4.37	-2.14	12.75
Pecuarios	9.76	10.79	10.37
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	4.89	5.02
Energéticos	8.30	7.65	7.87
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.33	0.30

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 con derecho a voto (el Gobernador y los Subgobernadores del Banco de México presentes) respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que las perspectivas para el crecimiento económico global se han deteriorado, lo que ha empeorado el balance de riesgos para el crecimiento económico de México. No obstante, un miembro afirmó que dicho balance se mantuvo sin cambio. Asimismo, la mayoría de los miembros señaló que los riesgos para la inflación en el corto plazo aumentaron, si bien la mayoría también recalcó que en el mediano plazo el balance de riesgos para la inflación mejoró. Por su parte, un miembro argumentó que en general el balance de riesgos para la inflación continuó empeorando.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que las perspectivas de crecimiento económico mundial han continuado deteriorándose y, en particular, que se espera un debilitamiento sincronizado en las economías avanzadas y las emergentes. En este sentido, algunos miembros agregaron que este entorno se ha reflejado en una revisión generalizada a la baja en los pronósticos de crecimiento mundial, tales como los publicados recientemente por el Fondo Monetario Internacional. Profundizando en lo anterior, un miembro afirmó que la desaceleración de la economía global se debe en gran medida al proceso de ajuste de los balances de los hogares, gobiernos y bancos en las economías avanzadas, a lo que otro miembro agregó que la incertidumbre que enfrentan los consumidores y los inversionistas en economías avanzadas es otra de las razones claras por las cuales el crecimiento económico, sobre todo en Estados Unidos y Europa, va a continuar siendo muy débil. La mayoría de los miembros concordó en que estos factores, a su vez, han tenido efectos importantes sobre el desempeño de gran parte de las economías emergentes, como las de China, Brasil e India.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, todos los miembros de la Junta coincidieron en que ésta continúa presentando un crecimiento moderado. También reconocieron que su ritmo de expansión

se ha venido debilitando y que recientemente diversos indicadores han mostrado un deterioro adicional. En particular, algunos miembros destacaron que el crecimiento de la producción industrial, de la producción manufacturera y de los principales componentes de la demanda agregada se ha moderado. No obstante, un miembro subrayó que los analistas habían mantenido su pronóstico sobre el dinamismo de la producción industrial de Estados Unidos para 2012. Además, mencionó que el crédito al sector privado, así como la construcción y venta de viviendas, han continuado mejorando en ese país. Por otra parte, la mayoría de los miembros reconoció un debilitamiento en los indicadores de empleo. En este sentido, un miembro aseveró que las tasas de desempleo siguen elevadas y que la duración promedio del desempleo ha aumentado. Además, la mayoría de los miembros notó la incertidumbre relacionada con el tamaño del ajuste fiscal que podría tener lugar en 2013 y los efectos negativos que ello pudiera generar sobre el dinamismo de la economía estadounidense. Uno de ellos añadió que la falta de definición en materia fiscal ha contribuido a que el consumo y la inversión se hayan desacelerado y que los pronósticos de crecimiento se hayan venido ajustando a la baja.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que persisten dificultades en la zona del euro. La mayoría de los miembros reiteró que las primas de riesgo asociadas al financiamiento de la deuda soberana de España e Italia permanecen elevadas, a pesar de los apoyos de la Unión Europea. Un miembro señaló las reducciones de los plazos a los que estos países logran refinanciar sus deudas y otro miembro agregó que las altas tasas de interés que continúan pagando hacen insostenible su deuda. Por otra parte, algunos miembros sostuvieron que aunque las medidas para lograr una mayor integración fiscal y bancaria en la zona han proporcionado un alivio temporal a los mercados financieros, prevalece una gran incertidumbre acerca de las características de tales reformas y de la capacidad de las autoridades para ponerlas en práctica oportunamente. Un miembro explicó que, a pesar de que se anunció el apoyo de más de 100 mil millones de euros a la banca española, todavía no se conocen los detalles del proceso de implementación y existen dudas sobre su efectividad, además de que el apoyo está cada vez más condicionado a la creación de una autoridad supervisora a nivel europeo, cuya instauración puede tomar al menos un par de años. Afirmó también que en las últimas semanas se han dado reducciones importantes en la calificación

crediticia de países y de bancos comerciales y que además no se tiene un funcionamiento ágil en Europa ni en el mercado de deuda soberana, ni en el interbancario. Otro miembro agregó que dada la complejidad de los problemas de la zona, es altamente probable la recurrencia de episodios de volatilidad. De este modo, la mayoría coincidió en que persiste la retroalimentación negativa entre el deterioro de la actividad económica, la vulnerabilidad de los bancos y la dificultad de acceso de algunos gobiernos a los mercados de deuda soberana, exacerbando el riesgo de contagio.

Sin embargo, algunos miembros reconocieron que las autoridades han venido adoptando una serie de medidas para tratar de fortalecer la integración financiera y fiscal de la zona y que han ocurrido recientemente algunos eventos favorables, tales como los resultados electorales en Grecia, el compromiso de la Unión Monetaria Europea de apoyar la capitalización de los bancos en España, los planes hacia una unión financiera, los recursos comprometidos en el pacto de crecimiento, así como las medidas de austeridad y reformas adoptadas por Irlanda que permitieron que este país regresara a los mercados de deuda. Un miembro señaló que estos acontecimientos contribuyeron a abatir la aversión al riesgo de los inversionistas, lo que propició una mejoría en los mercados financieros reflejada en ganancias de las principales bolsas de valores del mundo, una baja en las tasas de interés de algunos países y, con la notable excepción del euro, la recuperación de una parte del valor perdido frente al dólar por muchas monedas. Otro miembro apuntó que las tasas de interés en Alemania e Inglaterra siguen en niveles históricamente bajos. En suma, la mayoría de los miembros de la Junta indicó que persiste el riesgo de un evento catastrófico en Europa, si bien otro miembro consideró que la probabilidad de dicho evento ha disminuido.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que, derivado de las condiciones de desaceleración global, las expectativas acerca de los precios de las materias primas son que éstos presentarán una trayectoria a la baja, con la posible excepción de los precios de los granos que, en el corto plazo, se han visto afectados por las condiciones climáticas. Un miembro indicó que, ante este escenario, en la mayoría de los países se anticipan niveles de inflación para 2012 y 2013 menores a los observados durante el año pasado, a lo que algunos miembros agregaron que existe el riesgo cada vez más creciente de una deflación en

algunas economías avanzadas. En este contexto, algunos miembros resaltaron que en varias economías desarrolladas y emergentes ha habido un relajamiento adicional en la postura monetaria. Adicionalmente, arguyeron que ante el riesgo de deflación y la falta de grados de libertad para implementar acciones de estímulo fiscal, en los mercados financieros se ha generado la expectativa de que los bancos centrales, tanto de Europa como de Estados Unidos, seguirán implementando medidas muy agresivas en materia de relajamiento monetario. No obstante, mencionaron que la efectividad de los estímulos monetarios parece estarse reduciendo. Al respecto, un miembro de la Junta argumentó que existe escepticismo sobre las posibilidades de los bancos centrales para impulsar la reanimación económica y que la percepción de que las políticas públicas han sido insuficientes para lograr este impulso explica que algunos bancos hayan optado por experimentar con medidas no convencionales, como los relajamientos cuantitativos o el fondeo de crédito dirigido a ciertos sectores productivos. Sin embargo, advirtió que este tipo de intervenciones conllevan riesgos significativos, como el debilitamiento de los mercados de crédito privado, la inestabilidad financiera, el impulso a actividades improductivas y, ultimadamente, la inflación. Ante esto, señaló que la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo buscarán actuar con cautela respecto a nuevas medidas de relajamiento, lo que probablemente decepcione a los mercados.

En relación a la economía mexicana, todos los miembros de la Junta coincidieron en que a pesar del entorno internacional desfavorable, ésta mantiene su ritmo de crecimiento, y la mayoría afirmó que tanto la demanda externa, como la interna, continúan expandiéndose. En particular, algunos miembros señalaron que las exportaciones manufactureras han continuado mostrando un elevado dinamismo, a lo que un miembro agregó que las ventas al menudeo, así como la inversión, también continúan presentando una vigorosa expansión. Este último miembro agregó que la demanda interna continúa impulsada por la creación de empleos formales, el dinamismo del crédito al sector privado y las perspectivas favorables de los productores. Por otra parte, destacó que en abril el IGAE total y sus dos componentes principales aumentaron y que, si bien la producción industrial en el mes de mayo sufrió una disminución, no considera que esta caída refleje un cambio de tendencia debido a que estuvo en parte influida por factores extraordinarios como

el cierre temporal de algunas plantas automotrices por trabajos de adaptación.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que el pronóstico de crecimiento económico de México para este año es de una tasa similar a la de 2011, a lo que un miembro agregó que para los próximos dos años se espera que la expansión de la economía sea muy cercana al crecimiento del producto potencial. No obstante, la mayoría de los miembros también coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana continuó deteriorándose como consecuencia del debilitamiento de la economía global, si bien otro miembro consideró que este balance de riesgos se mantuvo sin cambio. En este sentido, algunos miembros de la Junta apuntaron que, a pesar de que hasta ahora la demanda externa que enfrenta nuestro país ha mantenido su dinamismo, la desaceleración de la economía mundial, en particular la de Estados Unidos, ha incrementado la probabilidad de que la economía mexicana experimente una reducción en la demanda por sus productos de exportación. A esto, algunos miembros añadieron que las exportaciones automotrices también podrían verse afectadas por las medidas proteccionistas de Brasil y Argentina. Un miembro de la Junta indicó en este contexto que el bajo crecimiento económico mundial podría ser prolongado y ya está afectando a la economía mexicana.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la brecha del producto se ha cerrado, pero que no se perciben presiones sobre las cuentas externas ni sobre los precios en los mercados de los insumos, como el laboral y el crediticio. Sin embargo, un miembro afirmó que los niveles alcanzados por algunos indicadores sugieren que las condiciones de holgura han desaparecido y argumentó que la brecha del producto, medida con base en los bienes no comerciables, cuyo crecimiento general de precios mejor refleja las condiciones monetarias internas, ya es positiva. No obstante, la mayoría arguyó que, si bien la creación de empleos ha aumentado, la tasa de crecimiento de los salarios no se ha incrementado y la tasa de desempleo continúa por arriba de sus niveles previos a la crisis. Uno de ellos argumentó que no hay evidencia de que haya aumentado la tasa estructural de desempleo. También consideró que, a pesar de que la capacidad instalada en la industria manufacturera ha alcanzado niveles previos a la crisis, el proceso de inversión actual que se ha dado como respuesta a ese evento se ha dirigido a sectores con rentabilidad de mediano y

largo plazo, toda vez que no ha respondido a distorsiones en el nivel del tipo de cambio real.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la inflación general anual en México mostró un repunte en junio. Sin embargo, la mayoría precisó que el reciente incremento en la inflación general se debió principalmente al componente no subyacente debido a aumentos en los precios de algunas hortalizas y que se espera que su efecto sobre la inflación sea de carácter temporal. Un miembro destacó, no obstante, que la inflación se situó por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad en torno a la meta, que la inflación subyacente ha venido en ascenso desde mediados de 2011, que tanto la inflación de mercancías como la de servicios han ido al alza y que incluso la inflación sin energía y alimentos ha comenzado a subir. Ante ello, otro miembro detalló que el aumento reciente en la inflación subyacente ha sido reflejo de un incremento en la inflación de las mercancías, congruente con el reducido, si bien positivo, traspaso del tipo de cambio a los precios de dichos bienes. Asimismo, algunos miembros agregaron que el traspaso de la inflación no subyacente a la subyacente es reducido y uno de ellos añadió que dado el comportamiento de la inflación subyacente, se espera que la inflación general converja a la meta. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta afirmaron que la inflación anual de servicios, que es la que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación, continúa situándose por debajo del 3 por ciento y revirtió en junio parte del aumento que había registrado en los meses recientes. Asimismo, un miembro recordó que el índice de precios sin energía y alimentos, si bien ha aumentado ligeramente, sigue estando sustancialmente por debajo del 3 por ciento.

Algunos miembros de la Junta argumentaron que las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas a lo que, según un miembro, han contribuido el comportamiento de los salarios y los mayores niveles de competencia. Sin embargo, un miembro subrayó que, en contraste con la mayoría de los países, las perspectivas de inflación de México han mostrado un deterioro, que las expectativas de inflación reflejadas tanto en las encuestas de analistas, como en el mercado de bonos se han deteriorado para todos los plazos acercándose a 4 por ciento y que algunos analistas prevén que la inflación se ubique por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad de la meta varios meses del año. Asimismo, señaló que se han deteriorado las expectativas de inflación subyacente para 2012. No obstante, algunos

miembros consideraron que se prevé que los ajustes en precios relativos no propiciarán efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. Así, la mayoría anticipó que hacia finales de 2012 y durante 2013 las inflaciones general y subyacente serán congruentes con los pronósticos publicados por el Banco de México en su último Informe sobre la Inflación. Además, un miembro de la Junta indicó que se espera que la inflación subyacente regrese a niveles cercanos al 3 por ciento hacia finales del año.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que en cuanto al balance de riesgos para la inflación, en el corto plazo se han incrementado los riesgos al alza debido principalmente a la incertidumbre sobre los precios de algunos productos agropecuarios que, no obstante, es un factor transitorio que no debe afectar la dinámica de la inflación en el futuro. La mayoría también argumentó que en el mediano plazo los riesgos para la inflación han mejorado, dada la desaceleración esperada de la economía mundial. Un miembro afirmó que dicha desaceleración ha mitigado las presiones sobre los precios de las materias primas, salvo sobre los granos que se han visto afectados por factores climáticos. Enfatizó que este tipo de efectos son transitorios y no reflejan un aumento generalizado de los precios, por lo que no se requiere de una respuesta de política monetaria. Asimismo, consideró que el riesgo de deflación en otras economías puede ejercer presiones a la baja sobre la inflación en México en el mediano plazo. No obstante, otro miembro de la Junta consideró que el balance de riesgos para la inflación continuó empeorando y mencionó como riesgos al alza la relativa debilidad del peso y la posible turbulencia en los mercados financieros globales. Añadió que existen perspectivas desfavorables respecto a algunos precios agrícolas, como resultado de intensas sequías y del reciente brote de influenza aviar. Asimismo, agregó que todavía no es claro que el comportamiento de la actividad económica vaya a liberar presiones sobre la inflación, considerando la relación directa histórica entre choques externos e inflación. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta insistió en la importancia de tomar en cuenta diferentes horizontes para la evaluación del balance de riesgos dada la distinta naturaleza de los choques que se enfrentan y la importancia de comunicarlos al público adecuadamente.

Todos los miembros de la Junta hicieron consideraciones relativas a la evolución reciente del

tipo de cambio. Por una parte, un miembro afirmó que el entorno externo actual ha implicado una tendencia a la depreciación del tipo de cambio real, si bien este ajuste se ha dado con cierta volatilidad. Aseveró que las respuestas de política macroeconómica de nuestro país ante los choques externos, como una postura fiscal prudente y una política monetaria conducente a la convergencia de la inflación a la meta, han permitido que la depreciación del tipo de cambio real se diera de manera ordenada y con un reducido traspaso del ajuste en la paridad nominal a los precios al consumidor. Agregó que a pesar de que el tipo de cambio nominal seguirá presentando volatilidad mientras persistan los problemas en la zona del euro, nuestra moneda ha mostrado una mayor resistencia ante la incertidumbre internacional, evidencia de lo cual es la elevada tenencia por parte de no residentes de títulos públicos de renta fija denominados en pesos. En este contexto, otro miembro afirmó que la apreciación reciente del tipo de cambio ha sido congruente con los sólidos fundamentos económicos de nuestro país y refleja una percepción de que los activos mexicanos son relativamente seguros, a lo que un miembro añadió que dicha apreciación también ha reflejado la corrección ante el sobreajuste que en los meses previos registró el tipo de cambio en respuesta a la incertidumbre generada por la situación en Europa. Otro miembro afirmó, no obstante, que la probable recurrencia de episodios de volatilidad condujo a un tipo de cambio esperado por los analistas para finales de 2012 y 2013 más depreciado. Sin embargo, un miembro más agregó que, en la medida en que se reduzca la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, se esperaría que el peso muestre una tendencia de apreciación, siendo que el tipo de cambio esperado por los analistas se encuentra más apreciado que el actual.

Algunos miembros de la Junta argumentaron que se ha observado un apretamiento en la postura monetaria, derivado de la apreciación del tipo de cambio que ha tenido lugar en las últimas semanas y de las acciones de relajamiento monetario que han tomado otros bancos centrales en el mundo. Agregaron que esto explica la continua entrada de capitales del exterior, la cual a su vez ha inducido una mayor apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, un miembro de la Junta argumentó que las condiciones monetarias no se han apretado, sino que se han relajado por el relativo debilitamiento del peso. Agregó que, en relación a la curva de rendimientos, las tasas de corto plazo permanecen iguales, mientras que el resto de las tasas para casi todos los plazos bajaron en las

últimas semanas, lo que implica una menor restricción monetaria. Otro miembro recordó, sin embargo, que un aplanamiento de la curva de rendimientos en México, manteniendo todo lo demás constante, y en particular la tasa de referencia del banco central, implica en términos relativos un mayor apretamiento monetario.

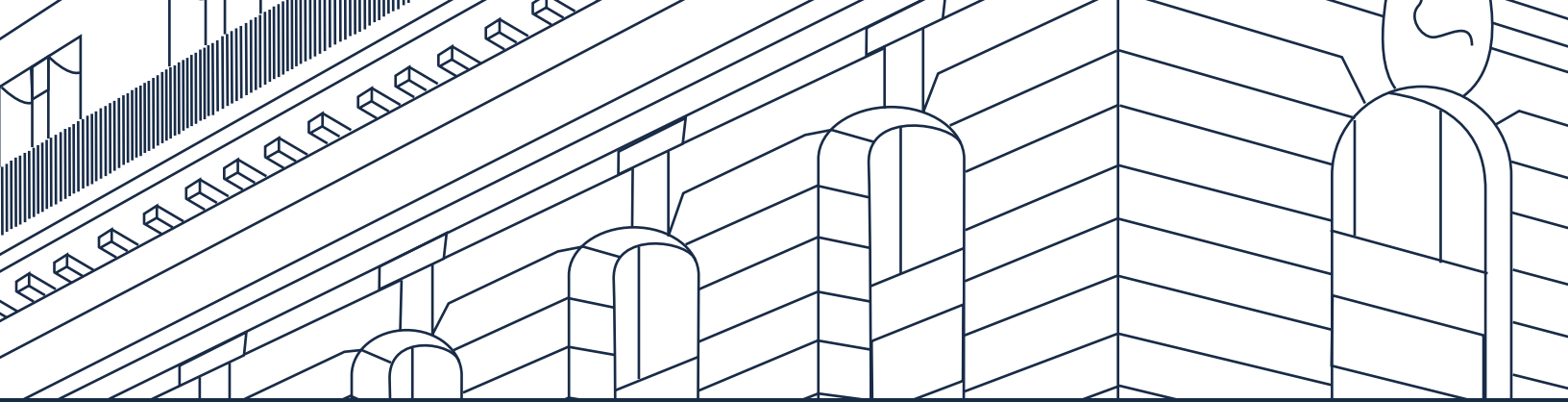
Un miembro concluyó que se han incrementado las razones para un alza en las tasas de interés de referencia debido a que la inflación no parecería encontrarse en un proceso de convergencia claro hacia el objetivo permanente del 3 por ciento y que en el pasado reciente, bajo condiciones más benignas, no se consolidó dicha convergencia, y se mostró preocupado por un posible contagio de choques externos y de un deterioro de las expectativas de inflación. Ante estas aseveraciones, la mayoría de los miembros enfatizó que el aumento reciente en la inflación ha sido causado por cambios en precios relativos, cuyo origen se encuentra bien identificado y que será transitorio. En este sentido, la mayoría señaló que ante cambios en precios relativos que afectan la medición de la inflación, pero que no se traducen en un aumento generalizado en precios y que eventualmente se revierten, la política monetaria no debe reaccionar automáticamente, si bien debe mostrarse vigilante. En este contexto, un miembro recalcó que siempre se debe procurar cumplir la meta de inflación al menor costo posible. Por ello, otro miembro consideró que no debe haber un sesgo al alza de las tasas y que el análisis que el Banco comunica no sólo debe centrarse en la parte cíclica de la economía o en las condiciones particulares de producción de algún bien, sino también en las sólidas condiciones subyacentes inflacionarias que en la actualidad son mejores que en el pasado.

Finalmente, todos los miembros de la Junta concordaron sobre la importancia de que el Banco de México vigile los determinantes de la inflación y considere la temporalidad de los choques que la afectan para ajustar oportunamente la política monetaria. Todos los miembros coincidieron en que de observarse presiones inflacionarias que pudieran ser contenidas a través de la política monetaria, la Junta no dudará en actuar. La mayoría de los miembros recordó que el balance de riesgos para la inflación en el mediano plazo ha mejorado, si bien algunos miembros recalcaron que el Instituto Central se mantendrá atento a que el alza reciente en precios no se generalice.

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.

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. 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 la postura de política monetaria para hacerla más o menos restrictiva dependiendo del escenario que se presente. 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 3 de agosto de 2012

