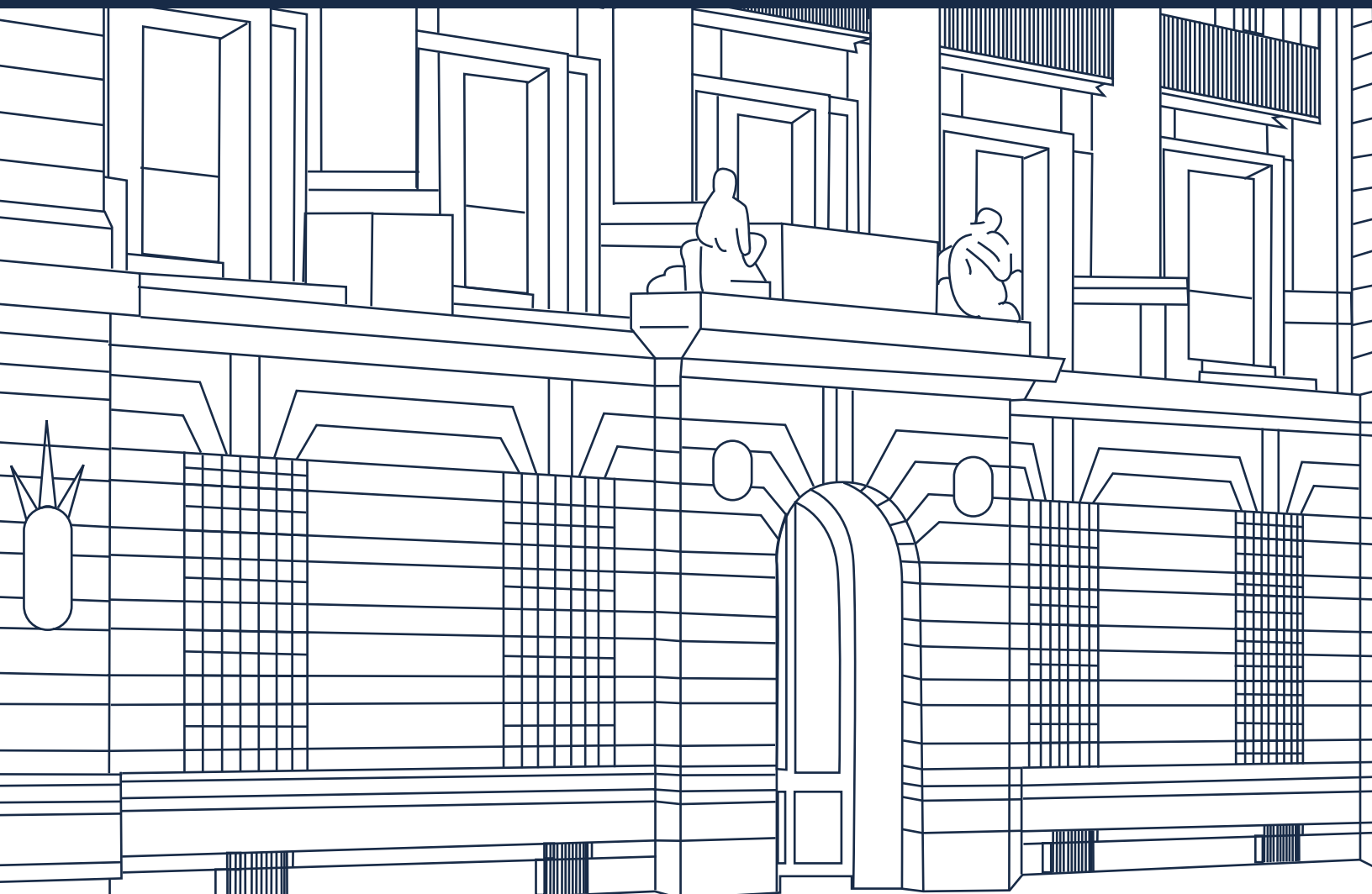




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 10

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 16 de marzo 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: 15 de marzo 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.

Dr. José Antonio Meade Kuribreña, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Mtro. Gerardo Rodríguez Regordosa, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Dr. José Antonio González Anaya, Subsecretario de Ingresos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

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

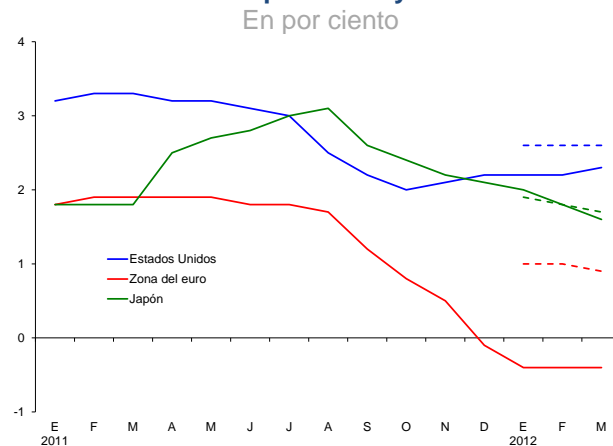
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

En la segunda parte de 2011, las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial y la confianza en los mercados financieros internacionales presentaron un deterioro importante. Sin embargo, durante los primeros meses de 2012 éstas parecen haberse estabilizado, aunque con algunas diferencias entre regiones (Gráfica 1 y Gráfica 2). Si bien aún prevalecen riesgos que podrían propiciar un deterioro adicional en el entorno previsto para los siguientes

trimestres, ha disminuido la probabilidad de que ocurra un evento catastrófico en particular en Europa.

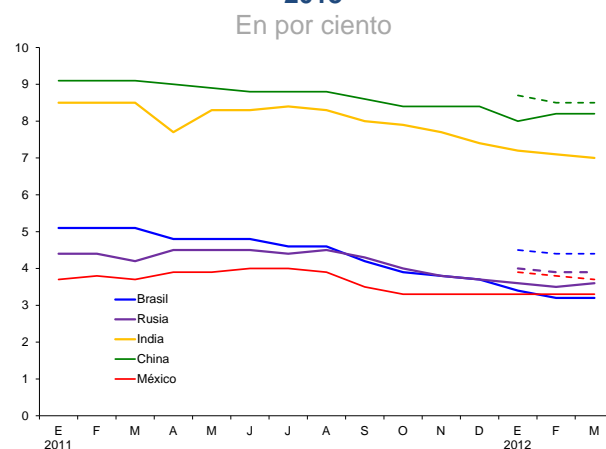
Gráfica 1
G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012 y 2013



Nota: las líneas punteadas se refieren a los pronósticos para 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 los pronósticos para 2013.

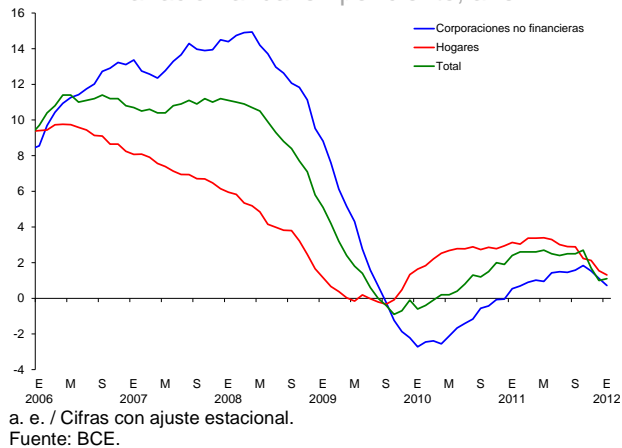
Fuente: Blue Chip.

En la zona del euro, las medidas extraordinarias adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) y los avances en los planes de consolidación fiscal han contribuido a un mejor funcionamiento de los mercados interbancarios y de deuda soberana. Sin embargo, continúa observándose una retroalimentación negativa entre el desapalancamiento de los bancos y la actividad económica.

En particular, las acciones no convencionales adoptadas por el BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012 han mejorado las condiciones de financiamiento de los bancos al incrementarse el fondeo a más largo plazo y ampliarse el espectro de colateral aceptable.¹ En este contexto, los indicadores de mercado que miden el riesgo crediticio de bancos han observado una importante reducción.

Además, las medidas de consolidación fiscal adoptadas por los gobiernos europeos y las implementadas por el BCE han tenido un efecto positivo en los costos de financiamiento y han permitido un aumento en las colocaciones de deuda soberana en los últimos meses. Así, España e Italia han podido mostrar avances importantes en sus planes de financiamiento para 2012. No obstante, dichas políticas implementadas por las autoridades europeas aún no se han visto plenamente reflejadas en un mejoramiento de las condiciones crediticias al sector privado, por lo que continúa el proceso de despalancamiento financiero en la región (Gráfica 3).

Gráfica 3
Zona del Euro: Préstamos de Instituciones Financieras al Sector Privado No Financiero
Variación anual en por ciento, a. e.



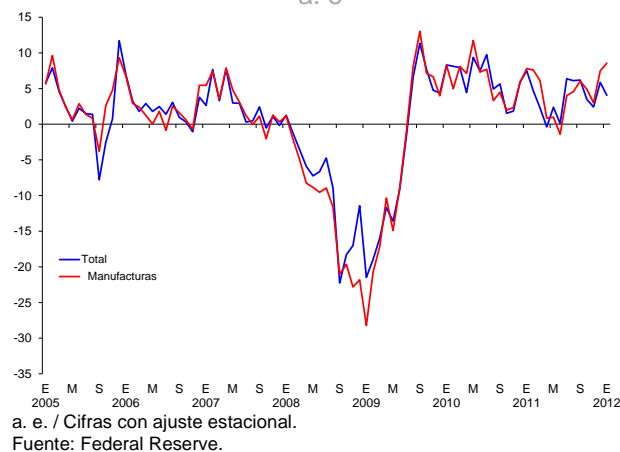
Es importante señalar que las medidas extraordinarias del BCE son temporales y que no implican una solución definitiva a las dificultades del sistema bancario, las cuales son causadas, principalmente, por los niveles insuficientes de capital, por las débiles perspectivas de crecimiento

¹ Como parte de su estrategia para enfrentar problemas potenciales de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro, el BCE llevó a cabo a finales de febrero su segunda operación de refinanciamiento de largo plazo a tres años (LTRO). La operación tuvo un monto de 530 mil millones de euros (mme), excediendo a la primera llevada a cabo en diciembre que alcanzó los 489 mme.

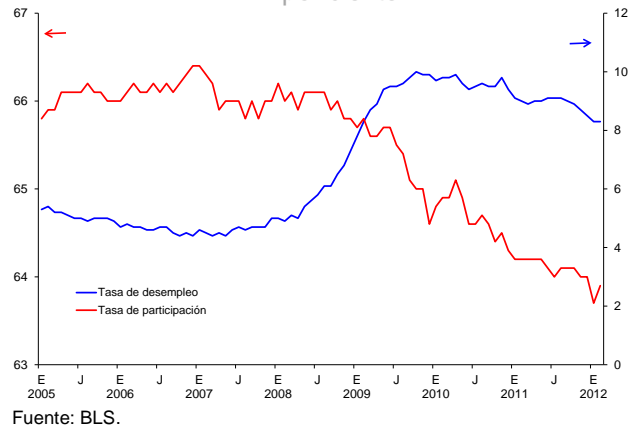
y los importantes retos de consolidación fiscal en muchos países de la zona del euro.

En Estados Unidos, algunos indicadores de producción y empleo han mostrado una mejoría recientemente. La producción continúa mostrando dinamismo a pesar de la desaceleración económica mundial (Gráfica 4). Por su parte, el mercado laboral ha registrado un fortalecimiento, de acuerdo a los datos de creación de empleos. No obstante, es importante notar que la rápida reducción de la tasa de desempleo observada desde principios de 2011 ha sido favorecida por una disminución en la tasa de participación (Gráfica 5). En lo subsecuente, la reducción en la tasa de desempleo requerirá de un aumento significativo en el nivel de empleo.

Gráfica 4
EUA: Producción Industrial y Manufacturera
Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento, a. e.



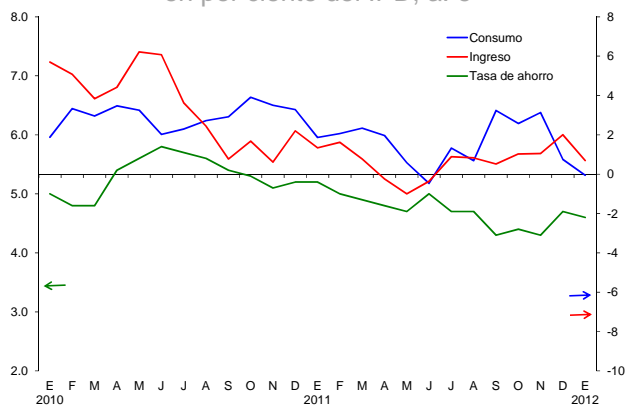
Gráfica 5
EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación
En por ciento



Sin embargo, la recuperación de la demanda agregada observada hacia finales de 2011 ha mostrado señales de debilitamiento. La fortaleza del consumo privado observada durante la segunda mitad de 2011 se debió a una baja en la tasa de ahorro y no a un aumento del ingreso personal disponible (Gráfica 6). Dada la necesidad de fortalecer el balance de las familias, un crecimiento sostenido del consumo no puede basarse en una disminución temporal en la tasa de ahorro y requiere del aumento en el ingreso y/o de la riqueza. Así, persisten factores estructurales que seguirán limitando una recuperación sostenida del consumo privado en los próximos trimestres.

Gráfica 6
EUA: Consumo Privado Real, Ingreso Personal Disponible Real y Tasa de Ahorro

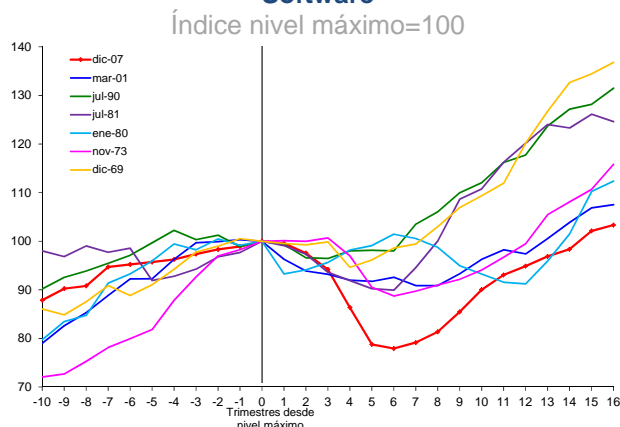
Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento y en por ciento del IPD, a. e



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

Por su parte, el gasto en capital durante 2011 permaneció casi sin cambio como porcentaje del PIB. Dado que las empresas gozan de un nivel de fondos internos que se encuentra en máximos históricos, la renuencia a aumentar el gasto en capital sugiere que persiste incertidumbre sobre el rumbo de la demanda interna. De hecho, la inversión en equipo y software, a pesar de ser el componente de inversión fija más dinámico, ha mostrado un ritmo de recuperación más lento en comparación con ciclos pasados (Gráfica 7).

Gráfica 7
EUA: Recuperación de la Inversión en Equipo y Software

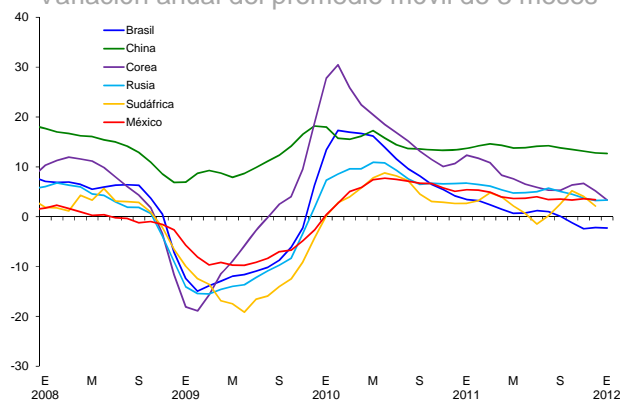


Nota: Las series se normalizan a 100 en el punto más alto del ciclo correspondiente.
Fuente: BEA.

Finalmente, conviene señalar que el dinamismo de la economía de Estados Unidos también se verá afectado por el proceso de consolidación fiscal y por un menor dinamismo de las exportaciones debido a la desaceleración económica mundial.

En las economías emergentes se ha observado una reducción en la tasa de crecimiento, como resultado tanto de una menor demanda interna como externa. En particular, el crecimiento de la producción industrial en las economías emergentes ha tendido a desacelerarse en los últimos meses (Gráfica 8). No obstante, estas economías continúan en general creciendo a un ritmo mayor que las avanzadas.

Gráfica 8
Economías Emergentes: Producción Industrial
Variación anual del promedio móvil de 3 meses



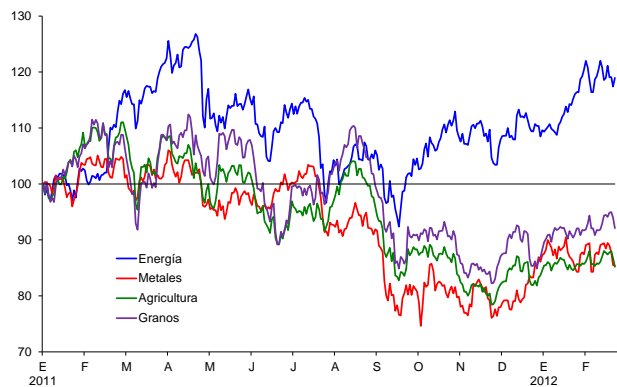
Nota: México y Sudáfrica con información a diciembre.
Fuente: Bloomberg, Oficinas de Estadística Nacionales.

La menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales ha permitido la reanudación de la búsqueda de mejores

rendimientos por parte de los inversionistas, con lo cual el flujo de capitales a las economías emergentes se ha reanudado en 2012, luego de haberse detenido en la segunda parte del año pasado. Lo anterior ha contribuido a que en los últimos meses se haya registrado una reversión de parte de la depreciación de las monedas de estos países que se observó en el segundo semestre de 2011.

En cuanto al panorama para la inflación mundial, se anticipa que en la mayoría de los países en 2012 ésta sea menor que en 2011, como resultado del menor ritmo de actividad económica y de la tendencia descendente que mostraron los precios de los productos primarios en la segunda mitad del año pasado (Gráfica 9). En este contexto, se prevé que la postura de política monetaria en una gran parte de las economías avanzadas continúe siendo acomodaticia. No obstante, conviene señalar que el aumento reciente en el precio del petróleo, derivado de conflictos en el Medio Oriente, significa un factor de riesgo tanto para la actividad económica como para la inflación a nivel mundial.

Gráfica 9
Índice de Precios de Productos Primarios
Índice 03 enero 2011=100



Fuente: SPGS.

La inflación general anual en Estados Unidos continuó la tendencia a la baja que inició en el último trimestre de 2011, disminuyendo de 3.0 por ciento en diciembre de ese año a 2.9 por ciento en enero de 2012. Considerando que la inflación está en trayectoria a converger a un nivel igual o por debajo del consistente con su mandato, la Reserva Federal, en su reunión de marzo de 2012, mantuvo sin cambio el intervalo de 0 a 25 puntos base para su tasa de referencia. Además, señaló que continuaría con su estrategia anunciada en septiembre pasado de ampliación del perfil de

vencimiento de sus tenencias de activos. También indicó que seguirá con su política de reinversión de los vencimientos de principal de sus tenencias de valores. La Reserva Federal reiteró la previsión establecida en la reunión de enero de mantener la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014, ante los niveles reducidos de utilización de recursos y las perspectivas de inflación baja en el mediano plazo.²

La inflación general anual en la zona del euro se redujo de 2.7 por ciento de diciembre de 2011 a 2.6 por ciento en enero de 2012, si bien la estimación preliminar indica que en febrero regresó a 2.7 por ciento. Debido a que el BCE consideró probable que, como resultado de los aumentos de los precios de la energía y en los impuestos indirectos, la inflación permanecerá por encima de 2 por ciento en 2012, mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1.0 por ciento en su reunión de política de marzo. A su vez, puntualizó que los indicadores disponibles confirman una estabilización de la economía de la zona del euro, pero que las perspectivas continúan sujetas a riesgos a la baja.

En la mayoría de las economías emergentes se ha observado una moderación en la inflación y se continúan esperando tasas de inflación para 2012 menores a las de 2011. Adicionalmente, en muchas de estas economías la inflación esperada para 2013 en general es menor a la de 2012. Así, es de esperarse que en gran parte de las economías emergentes se continúe con una política monetaria acomodaticia.

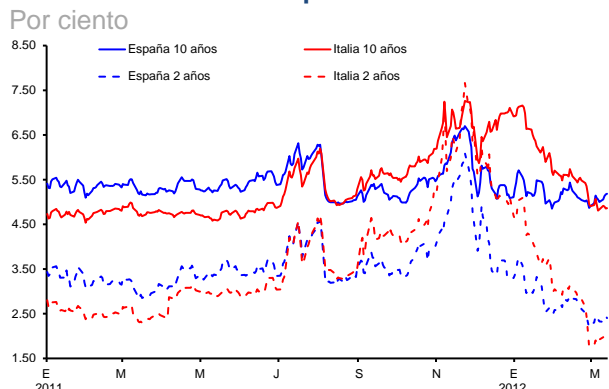
2.2. Evolución financiera reciente

Los mercados financieros mostraron un comportamiento positivo. Así, desde la última decisión de política monetaria, se observaron incrementos importantes en los precios de los activos financieros de riesgo, destacando el alza generalizada en los índices accionarios (Nasdaq: +14.0%, Eurostoxx: +8.6%, Nikkei: +19.6%) y la apreciación de la mayoría de las divisas frente al dólar. La excepción a esto último fue el yen japonés, el cual se depreció de forma importante después de que el Banco de Japón tomara medidas más agresivas para estimular su economía y así combatir también el problema deflacionario. Por su parte, en Europa se observó una fuerte disminución en las tasas de interés de la deuda

² Adicionalmente, en la reunión de enero la Reserva Federal dio a conocer por primera vez una meta explícita de inflación de 2.0 por ciento, medida por la variación anual del índice de precios del gasto en consumo personal.

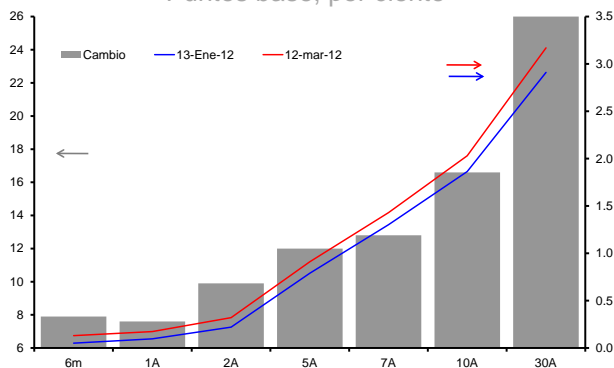
gubernamental de países como España e Italia, reflejando con ello el progreso en atender los problemas fiscales y financieros de los países de la zona del euro. Finalmente, en Estados Unidos las tasas de interés aumentaron en todos los plazos de la curva de rendimiento, destacando el incremento en las de largo plazo, provocando con ello un empujamiento de dicha curva.

Gráfica 10
Tasa de Bonos Gubernamentales de Italia y España



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 11
Estados Unidos: Curva de Rendimiento de Instrumentos del Tesoro
Puntos base, por ciento



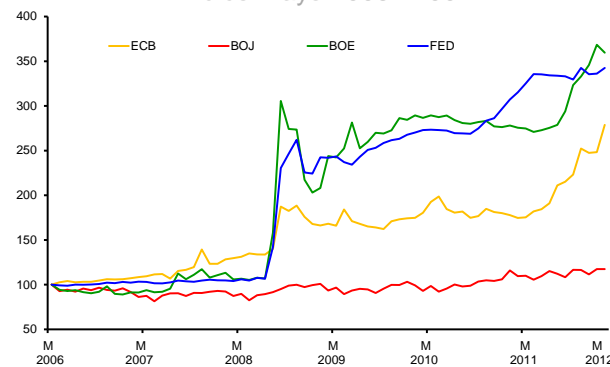
Fuente: Bloomberg.

La evolución favorable de los mercados fue consecuencia de varios factores, dentro de los cuales destacaron los siguientes:

a) La adopción de políticas monetarias más laxas por parte de los principales bancos centrales del mundo. Como se mencionó con anterioridad, durante las primeras semanas del año los principales bancos centrales del mundo relajaron nuevamente su postura de política monetaria. Así, destacó la expansión del balance del Banco Central Europeo (BCE) a

través de la segunda operación de provisión de liquidez a plazo de 3 años por monto ilimitado, la cual contribuyó a disminuir la probabilidad de que ocurra un evento negativo extremo en los mercados financieros de la Euro-zona en el corto plazo. De igual forma, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón anunciaron incrementos en sus programas de compras de activos. Por su parte, algunos bancos centrales cambiaron el lenguaje de sus comunicados de política monetaria. Al respecto, sobresalió la Reserva Federal de Estados Unidos, que indicó que las tasas podrían permanecer en niveles excepcionalmente bajos hasta fines de 2014 y además estableció un objetivo de inflación de largo plazo en 2%. Adicionalmente el Banco de Japón incluyó en su comunicado de política monetaria un objetivo de inflación de corto plazo de 1%.

Gráfica 12
Balance de Bancos Centrales Seleccionados
Índice mayo 2006= 100



Fuentes: FED, ECB, BoE, BoJ, Morgan Stanley.

b) La publicación de cifras económicas más favorables, principalmente en Estados Unidos, las cuales sugieren un mayor dinamismo de la actividad económica. Al respecto, sobresalieron nuevamente los datos del sector laboral, los cuales muestran que en lo que va del año se han creado más de 500 mil empleos, cuando en el mismo periodo el año anterior únicamente se crearon 300 mil plazas. También destacaron los datos relacionados con las ventas al menudeo y el crédito al consumo, el incremento de los índices de confianza del consumidor y de los negocios, así como los resultados de las encuestas regionales de manufacturas.

c) La menor probabilidad de que ocurra una recesión profunda en la Euro-zona. Algunos indicadores oportunos de la actividad industrial y del sector servicios en la región parecen

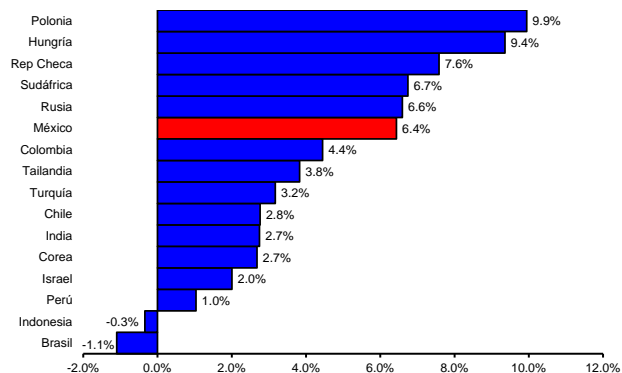
haberse estabilizado, aunque aún permanecen en niveles bajos.

No obstante lo anterior, todavía prevalecen varios factores de riesgo que podrían comprometer la aún frágil recuperación económica y la estabilidad de los mercados. Por un lado, no queda claro si el segundo paquete de ayuda a Grecia y la reestructura de su deuda resolverá de manera definitiva la problemática fiscal de este país, ni tampoco si las medidas de mayor disciplina fiscal anunciadas hasta el momento en Europa serán suficientes para permitir que todos los emisores soberanos y los bancos de esa región tengan acceso a financiamiento directamente en los mercados una vez que se empiece a revertir el estímulo monetario del Banco Central Europeo. Por otro lado, el elevado precio del petróleo y la inestabilidad geopolítica en Medio Oriente podrían comprometer la recuperación económica mundial. Finalmente, las políticas de restricción de gasto público en los países industrializados, así como las condiciones restringidas que siguen prevaleciendo en los mercados de crédito bancario, seguramente seguirán afectando de manera negativa al desempeño económico en los siguientes meses.

2.2.1 Mercados emergentes

La menor probabilidad de una crisis sistémica en Europa y la mayor laxitud en la política monetaria de los principales países desarrollados provocaron importantes flujos de inversión hacia los mercados de países emergentes. Lo anterior se tradujo en fuertes alzas de los mercados accionarios y en apreciaciones de la mayoría de las divisas frente al dólar desde la última decisión de política monetaria. En este contexto, algunos bancos centrales decidieron intervenir en su mercado cambiario para contener la apreciación de sus respectivas monedas. Al respecto, destacó el caso de Brasil, en donde la intervención por parte del banco central fue más agresiva. Por otro lado, el gobierno brasileño también modificó el régimen tributario con el propósito de desestimular la atracción de capitales foráneos.

Gráfica 13
Variación Porcentual de Divisas Seleccionadas
Periodo del 16 de enero al 12 de marzo de 2012

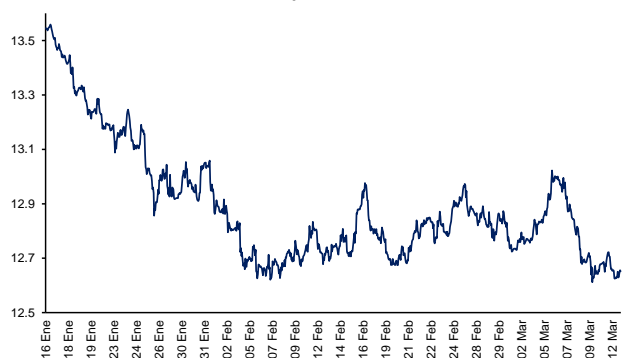


Nota: (+) apreciación / (-) depreciación.
Fuente: Bloomberg.

2.2.2 Mercados en México

En México, el peso presentó un fortalecimiento importante frente al dólar. Dicho movimiento fue resultado tanto del apetito que se observó por activos de países emergentes, como de los buenos fundamentos económicos que en general ha mostrado el país y que han hecho que México se perciba como un destino atractivo dentro del universo de los mercados de las economías emergentes.

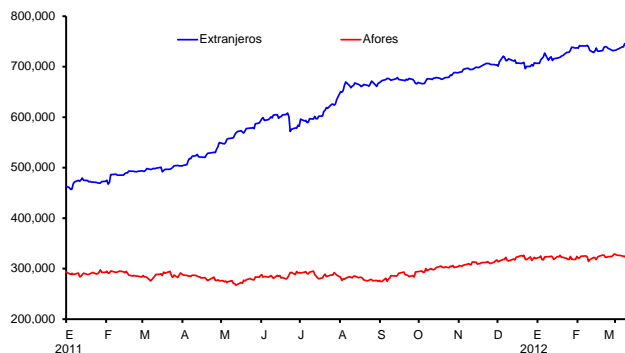
Gráfica 14
Tipo de Cambio Peso Dólar*
Pesos por dólares



*/ Cotizaciones tomadas intradía cada 10 minutos.
Fuente: Bloomberg

La mayor demanda por activos denominados en pesos fue evidente en el mercado de valores gubernamentales, en donde las tenencias tanto de Bonos M como de Cetes por parte de inversionistas extranjeros alcanzaron máximos históricos.

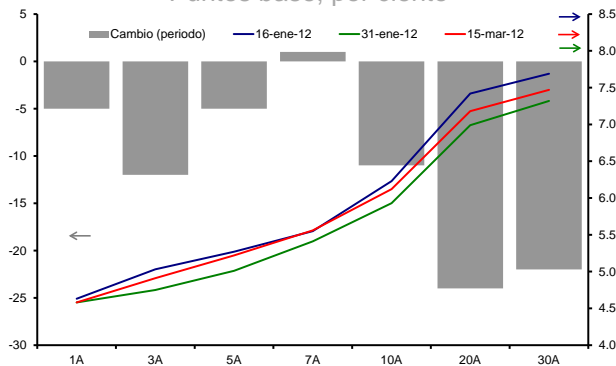
Gráfica 15
Tenencia de Bonos Gubernamentales de
Inversionistas Extranjeros y Afores
 Millones de pesos



Fuente: Banco de México.

Como consecuencia de lo anterior, las tasas de interés mostraron disminuciones generalizadas, siendo más importantes las caídas en los plazos más largos de la curva de rendimiento. Lo anterior a pesar de que durante estas últimas semanas se observó una fuerte oferta de valores de deuda tanto del propio gobierno federal como del sector corporativo.

Gráfica 16
Curva de Rendimiento
 Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con datos de PIP.

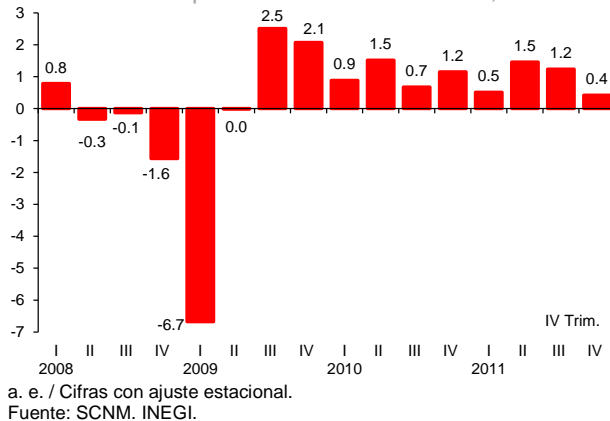
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Durante el último trimestre de 2011, la actividad económica presentó un ritmo de expansión más moderado que el observado en trimestres previos, si bien ha continuado presentando una tendencia positiva. Así, la expansión trimestral del PIB con datos desestacionalizados de 0.4 por ciento registrada en el cuarto trimestre de 2011 fue la más

baja desde que inició la actual fase de recuperación, en la segunda mitad de 2009 (Gráfica 17).

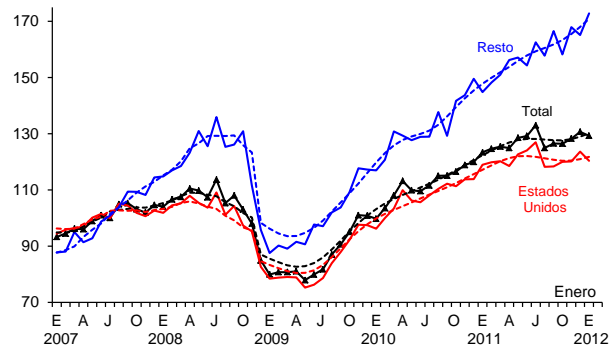
Gráfica 17
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a.e.



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

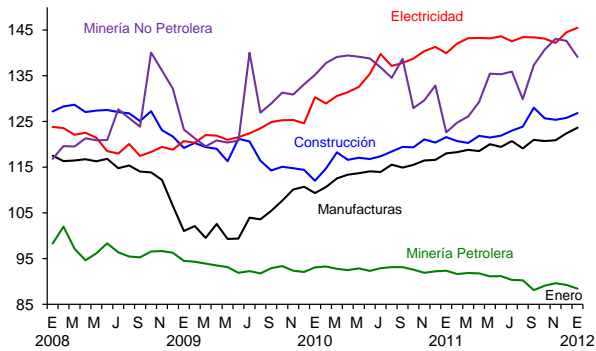
Profundizando en lo anterior, la debilidad de la demanda proveniente de Estados Unidos ha conducido a que las exportaciones manufactureras de México continúen presentando una notoria moderación en su crecimiento. En efecto, si bien las exportaciones dirigidas a otros países han mostrado un vigoroso ritmo de expansión en los últimos meses, el comportamiento del total de las exportaciones manufactureras ha reflejado en mayor medida la desaceleración que han presentado aquéllas dirigidas a Estados Unidos, dado el mayor peso que éstas tienen dentro del total. Esto, a su vez, influyó en la desaceleración que ha venido mostrando la producción manufacturera (Gráfica 18 y Gráfica 19).

Gráfica 18
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índice 2007 = 100, a. e.



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

Gráfica 19
Actividad Industrial
Índice 2003 = 100, a. e.

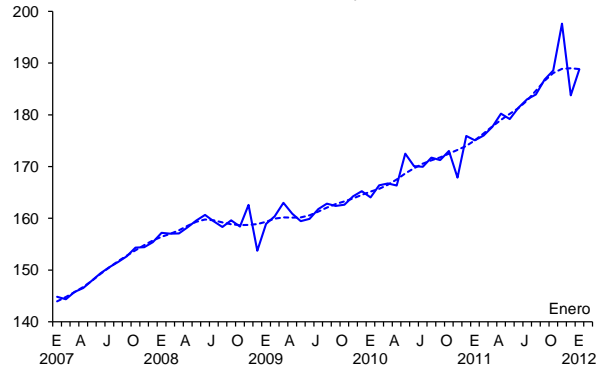


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial SCNM, INEGI.

Por su parte, el menor impulso proveniente de la demanda externa y, por ende, de la actividad manufacturera en los últimos meses, se ha reflejado en una desaceleración similar en algunos rubros del sector servicios, tales como en el de comercio y en el de transporte, correos y almacenamiento, los cuales se encuentran relativamente más asociados con la demanda externa. En contraste, los servicios más asociados a la demanda interna han mantenido su ritmo de crecimiento y, de hecho, en el último trimestre de 2011 presentaron cierta aceleración.

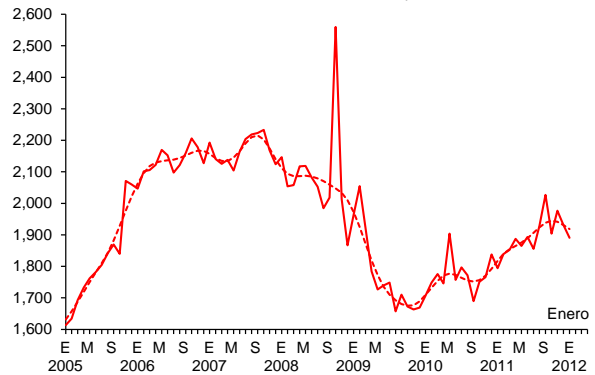
Es previsible que el menor dinamismo de la demanda externa se vaya transmitiendo gradualmente al mercado interno. De hecho, algunos indicadores de la demanda interna también han mostrado una incipiente moderación en su crecimiento, como lo son los datos más recientes sobre el consumo privado. En este sentido, las ventas de la ANTAD presentaron a finales de 2011 una tendencia de crecimiento menos dinámica que la que habían venido registrando previamente (Gráfica 20). Adicionalmente, algunos de los determinantes del consumo privado, como lo son el ingreso por remesas familiares y el crédito de la banca comercial al consumo, han mostrado una desaceleración en meses recientes (Gráfica 21 y Gráfica 22).

Gráfica 20
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
2003 =100, a.e.



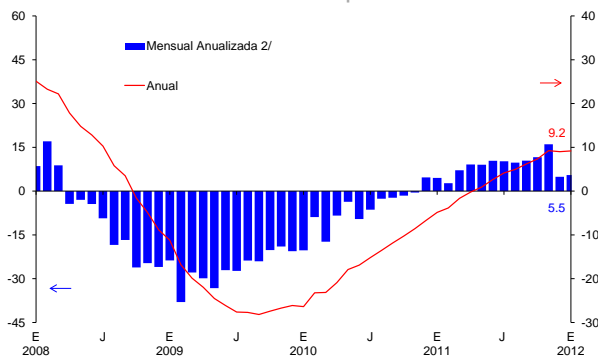
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la ANTAD.

Gráfica 21
Remesas Familiares
Millones de dólares, a.e.



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

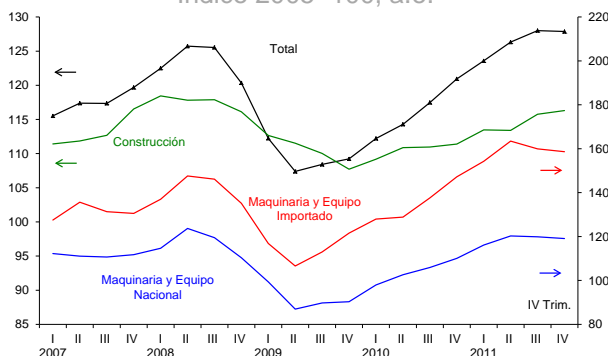
Gráfica 22
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo en Tarjetas de Crédito ^{1/}
 Variación real en por ciento



1/ Incluye la cartera de crédito de las Sofom Reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa. A partir de febrero 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.
 2/ Datos ajustados por estacionalidad.
 Fuente: Banco de México.

De manera similar, durante el cuarto trimestre de 2011 el indicador oportuno de la inversión fija bruta mostró una variación negativa respecto al trimestre previo de 0.11 por ciento en términos desestacionalizados, lo cual es fundamentalmente resultado del débil desempeño observado en la inversión en maquinaria y equipo nacional y de la segunda contracción trimestral consecutiva en la de maquinaria y equipo importado (Gráfica 23).

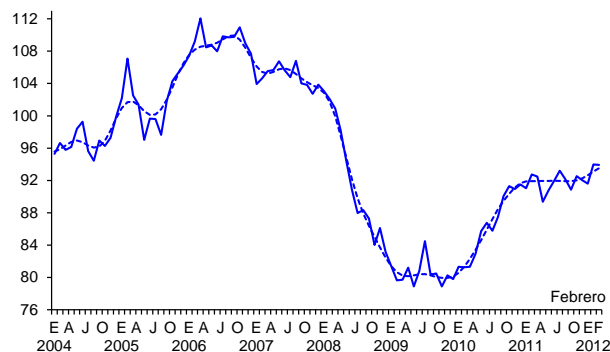
Gráfica 23
Inversión y sus Componentes
 Índice 2005=100, a.e.



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

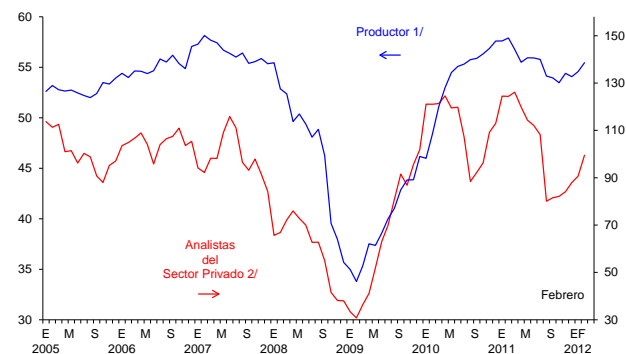
De manera congruente con lo anterior, algunos indicadores prospectivos, como lo son los índices de confianza del consumidor y del productor, aún se mantienen en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis de 2008 y en el margen no han venido mostrando una recuperación notoria (Gráfica 24 y Gráfica 25).

Gráfica 24
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, INEGI y Banco de México.

Gráfica 25
Índices de Confianza del Productor y de los Analistas del Sector Privado



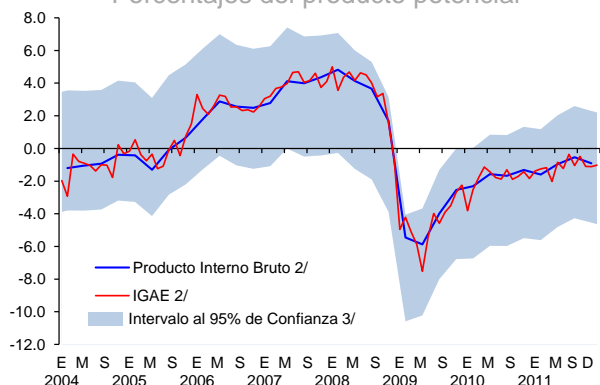
1/ Indicador de referencia a 50 puntos; serie desestacionalizada.
 2/ Índice Enero =2003; serie original.
 Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial. INEGI y Encuesta sobre las Expectativas de los Analistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

En general, durante los últimos meses de 2011 y principios de 2012 no se observaron presiones sobre los precios derivadas del comportamiento de la demanda agregada. En efecto, la desaceleración en el ritmo de crecimiento registrado por el PIB en el último trimestre de 2011 condujo a que la brecha del producto continuara en niveles negativos y que, incluso, registrara una ligera ampliación (Gráfica 26).

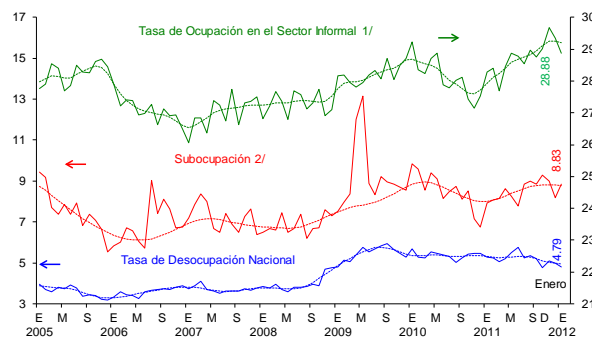
Gráfica 26
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentajes del producto potencial



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 cuarto trimestre de 2011; cifras del IGAE a diciembre de 2011.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

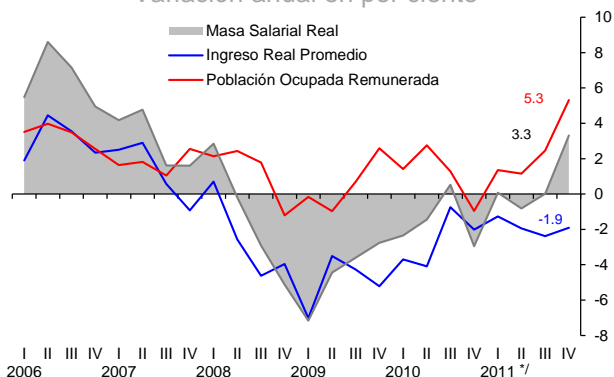
Asimismo, no obstante el elevado crecimiento que continúa mostrando el número de trabajadores asegurados en el IMSS, los indicadores del mercado laboral en general apuntan a que continúan las condiciones de holgura en dicho mercado. En particular, si bien la tasa de desocupación y la tasa de ocupación en el sector informal han registrado disminuciones en meses recientes, éstas, al igual que la tasa de subocupación, continúan en niveles significativamente superiores a los observados antes de la crisis iniciada en 2008 (Gráfica 27). De hecho, la tasa de ocupación en el sector informal ha presentado una tendencia creciente desde inicios de 2011. Adicionalmente, los ingresos reales percibidos por los trabajadores de la economía continúan exhibiendo variaciones anuales negativas (Gráfica 28).

Gráfica 27
Tasas de Subocupación y de Desocupación y Tasa de Ocupación en el Sector Informal
 Por ciento, a. e.



1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.
 2/ De acuerdo con la información disponible, la tasa de subocupación no presenta un patrón estacional definido, por lo que no se realizaron ajustes por estacionalidad a esta variable.
 a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

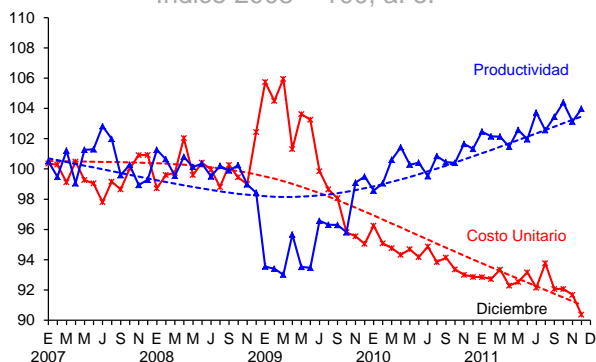
Gráfica 28
Masa Salarial Real del Total de la Economía
 Variación anual en por ciento



*/ Los datos correspondientes a 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
 Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

Por último, la productividad media del trabajo ha continuado presentado una tendencia creciente. Esto, en conjunción con la evolución salarial mencionada, ha contribuido a que los costos unitarios de la mano de obra continúen disminuyendo (Gráfica 29). De esta manera, dichos costos no han sido un factor de presión sobre los precios.

Gráfica 29
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

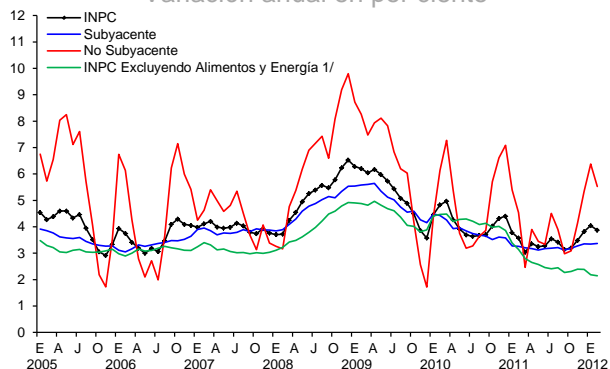
Durante el cuarto trimestre de 2011, el financiamiento al sector privado no financiero continuó creciendo, si bien a un ritmo ligeramente inferior al observado en el trimestre anterior. Las empresas continuaron sin mostrar problemas para colocar deuda, emitiendo valores tanto en el mercado externo como en el interno. De igual manera, el crédito bancario otorgado tanto a las empresas como a los hogares ha continuado expandiéndose, si bien ambos han registrado indicios de desaceleración en meses recientes. Así, en contraste con el deterioro en el financiamiento observado en algunas economías, el financiamiento al sector privado no financiero en México no ha mostrado hasta ahora señales de debilitamiento, ni apunta hacia posibles problemas de sobrecalentamiento de la economía o presiones sobre las tasas de interés.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

Durante febrero de 2012 la inflación general anual se situó en 3.87 por ciento, cifra 0.18 puntos porcentuales menor a la registrada el mes previo. Dicha disminución fue producto de la menor incidencia del componente no subyacente, cuya variación anual fue 5.53 por ciento, mientras que en enero fue 6.38 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente anual se mantuvo en niveles cercanos a la meta. En particular, durante el mes que se analiza el indicador referido se ubicó en 3.37 por ciento, cifra similar a la observada en enero (3.34 por ciento, Gráfica 30 y Cuadro 1). Asimismo, una definición de la inflación subyacente anual igual a la que se utiliza en Estados Unidos, la cual excluye alimentos consumidos dentro y fuera de casa y

energéticos, ha presentado niveles inferiores a 3 por ciento desde marzo de 2011, situándose en 2.14 por ciento durante febrero último (Gráfica 30).

Gráfica 30
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



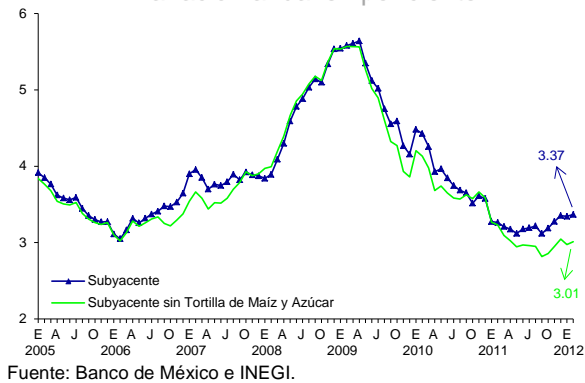
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo principal, la disminución de la inflación no subyacente anual fue producto de la menor contribución del grupo de los productos agropecuarios. Así, durante febrero la tasa de variación anual de este subíndice fue 5.45 por ciento (el mes previo fue 7.37 por ciento). Al interior de este grupo, los precios de las frutas y verduras presentaron una disminución en su tasa de variación anual, al pasar entre enero y febrero de 0.07 a -4.40 por ciento, mientras que la correspondiente a los productos pecuarios disminuyó de 12.71 a 12.54 por ciento. Por su parte, el grupo de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno también presentó una reducción en su tasa de variación anual al pasar de 5.82 a 5.58 por ciento entre enero y febrero. Este último resultado se explica principalmente por la eliminación de la tenencia vehicular en varias ciudades del país.

En lo que se refiere a los grupos que integran al componente subyacente, la tasa de variación anual del subíndice de las mercancías se ubicó en 4.75 por ciento, lo cual representó un incremento de 0.11 puntos porcentuales con respecto a la cifra registrada el mes previo (4.64 por ciento). El relativamente elevado nivel de la tasa de crecimiento anual de este subíndice de precios, en gran medida ha sido impulsado por los aumentos en las cotizaciones de la tortilla de maíz y del azúcar. Si dichos genéricos fueran excluidos de la canasta del subíndice referido, la inflación subyacente anual se habría ubicado en 3.01 por ciento durante febrero de 2012, cifra 0.36 puntos

porcentuales menor a la observada (3.37 por ciento, Gráfica 31). En contraste, la inflación anual del subíndice de los servicios disminuyó en febrero ubicándose en 2.23 por ciento (2.28 por ciento en enero). Dentro de este subíndice destacó por su contribución a la baja el grupo de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, el cual presentó una caída en la tasa de variación anual de sus precios de 2.01 a 1.88 por ciento en los periodos de referencia. Adicionalmente, la inflación anual del grupo de la vivienda fue 1.98 por ciento en febrero (1.99 por ciento en enero). Finalmente, el grupo de la educación presentó una mayor tasa de variación anual al pasar entre enero y febrero de 2012 de 4.32 a 4.42 por ciento.

Gráfica 31
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento

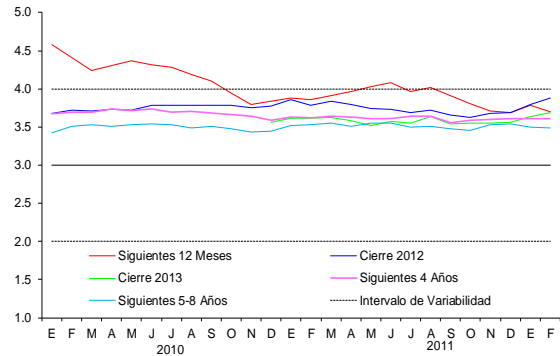


Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo de los analistas económicos del sector privado permanecen bien ancladas. Aquéllas de corto plazo que fueron levantadas entre el 14 y el 28 de febrero muestran un incremento como resultado del ajuste en precios relativos, especialmente las expectativas del componente no subyacente (Gráfica 32); sin embargo, dichas expectativas no reflejan la inflación menor a la esperada de febrero, por lo que es previsible que éstas se revisen a la baja en semanas subsecuentes.

En lo referente a las expectativas de inflación para mayores horizontes, de acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, éstas han permanecido estables en los últimos meses. Así, el promedio de las expectativas para los siguientes 4 años permaneció alrededor 3.6 por ciento, y el promedio correspondiente al periodo de 5 a 8 años se mantuvo cerca de 3.5 por ciento. Lo anterior indica que las expectativas de inflación para los

horizontes de mayor plazo permanecen bien ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 32).

Gráfica 32
Expectativas de Inflación General para
Diferentes Horizontes
Por ciento



En lo que corresponde al comportamiento previsible de la inflación, en congruencia con lo señalado en el último Informe sobre la Inflación, se estima que lo más probable para 2012 es que la inflación general anual se encuentre entre 3 y 4 por ciento. Asimismo, para el caso de 2013 se estima que la inflación general anual también se ubique entre 3 y 4 por ciento y que se acerque a la parte inferior de dicho intervalo.

En cuanto a los riesgos entorno a la trayectoria prevista para la inflación, parecerían haberse atenuado los que podrían impactar al alza la inflación. En particular, la probabilidad de un choque financiero del exterior ha disminuido. Asimismo, en los últimos meses se ha reducido el área del país que resiente afectaciones por la sequía. Por otro lado, en lo que corresponde a los riesgos a la baja, se ha intensificado el que toca a la mejoría en la percepción de riesgo relativo de la economía mexicana y prevalece el correspondiente al 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	Enero 2012	Febrero 2012
INPC	3.82	4.05	3.87
Subyacente	3.35	3.34	3.37
Mercancías	4.52	4.64	4.75
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	7.18	7.30
Mercancías no Alimenticias	2.39	2.72	2.82
Servicios	2.40	2.28	2.23
Vivienda	2.04	1.99	1.98
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.32	4.42
Otros Servicios	2.27	2.01	1.88
No Subyacente	5.34	6.38	5.53
Agropecuarios	3.73	7.37	5.45
Frutas y Verduras	-4.37	0.07	-4.40
Pecuarios	9.76	12.71	12.54
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	5.82	5.58
Energéticos	8.30	7.98	8.00
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	1.93	1.21

Fuente: Banco de México e 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) respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno concordó en que las expectativas para el crecimiento mundial han presentado una mejoría y que la probabilidad de un evento catastrófico en Europa ha disminuido, si bien persiste fragilidad. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta argumentó que el balance de riesgos para el crecimiento de México ha mejorado. En lo que respecta al balance de riesgos para la inflación, la mayoría de los miembros aseveró que éste ha mejorado, mientras que otros afirmaron que no muestra mejoría.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que se ha observado una perspectiva más favorable para el crecimiento mundial y que ésta se debe, en parte, a la mejora en las expectativas de crecimiento para la economía estadounidense, particularmente en lo que respecta a la producción industrial, y al avance en la solución de los problemas de la zona del euro. En este contexto, algunos miembros de la Junta recalcaron que las cifras económicas en diversos países han sido mejores a las esperadas. Asimismo, un miembro agregó que las perspectivas de la mayor parte de las principales economías del mundo, incluyendo las referentes a Europa, han dejado de deteriorarse y que la economía mundial seguirá creciendo, como puede inferirse del Índice Global de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero. Asimismo, la mayoría de los miembros mencionó el incremento de los índices accionarios, así como la apreciación de muchas monedas frente al dólar, consecuencia, según un miembro, de una menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.

Sin embargo, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno también señaló que, si bien el balance de riesgos para el crecimiento mundial en el corto plazo ha mejorado, persisten diversos problemas estructurales en las economías avanzadas que hacen poco probable un escenario de crecimiento elevado a nivel global. En este

sentido, un miembro recalcó que las mejoras han sido en el margen y que no eliminan la perspectiva de un crecimiento sumamente débil en los próximos años. Asimismo, algunos miembros de la Junta señalaron que no puede descartarse el regreso de volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En cuanto a la economía de Estados Unidos en particular, todos los miembros de la Junta de Gobierno señalaron que algunos indicadores han mostrado recientemente una mejoría en su desempeño, si bien la mayoría señaló que persisten problemas estructurales en dicho país. En efecto, la mayoría de los miembros de la Junta destacó el desempeño favorable de las ventas al menudeo, la mejora en las perspectivas del consumidor y los negocios, el crecimiento en la producción industrial y la expansión del crédito al consumo. Un miembro de la Junta agregó que los bancos han mostrado una menor aversión al riesgo en sus inversiones y que las perspectivas más favorables resultaron en un ligero desplazamiento al alza de la curva de rendimientos. Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta arguyó que los indicadores laborales han presentado una mejoría. Dado lo anterior, un miembro de la Junta de Gobierno argumentó que es probable que continúe la tendencia positiva de los indicadores, por lo que existe la posibilidad de ajustes al alza en los pronósticos de crecimiento de la economía estadounidense, mientras que otro mencionó que las perspectivas de crecimiento se han estabilizado.

No obstante, algunos miembros de la Junta de Gobierno enfatizaron las señales de preocupación que prevalecen en la economía de Estados Unidos. En particular, algunos miembros mencionaron la situación de debilidad en el mercado laboral. Asimismo, algunos miembros de la Junta de Gobierno argumentaron que continúan los problemas estructurales en el mercado de vivienda y de sobreendeudamiento de los hogares. Adicionalmente, algunos miembros señalaron que la velocidad con la que se lleve a cabo el proceso de consolidación fiscal es un factor de riesgo para la recuperación. Un miembro apuntó que la incertidumbre asociada con los ajustes a la política fiscal que pudiesen darse en este año ha mantenido a la inversión estadounidense en niveles muy bajos y que, comparado con otros ciclos económicos, la recuperación ha sido extremadamente lenta. En este sentido, un miembro consideró que éste es un problema de Estados Unidos cuya solución podría no lograrse considerando que es un año electoral en dicho

país. En este contexto, un miembro de la Junta de Gobierno concluyó que el crecimiento en Estados Unidos será sumamente débil.

Con respecto a Europa, todos los miembros de la Junta de Gobierno afirmaron que las acciones llevadas a cabo por las autoridades europeas han sido fundamentales para una mayor estabilidad financiera y fiscal en la región y, en este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que la probabilidad de que ocurra un evento catastrófico se ha reducido de manera importante. En efecto, un miembro de la Junta de Gobierno destacó que la provisión de financiamiento ilimitado a tres años por parte del Banco Central Europeo a los bancos de esa región ha reducido considerablemente las presiones sobre la banca europea. Otro miembro señaló que se han moderado los indicadores de riesgo de incumplimiento, tanto para deuda soberana como para las instituciones financieras, y que han mejorado las condiciones de financiamiento, incluido el fondeo interbancario y el obtenido en el mercado de valores. Así, algunos miembros de la Junta de Gobierno afirmaron que los avances en la estabilización financiera han reducido la probabilidad de una recesión profunda duradera en la zona y un miembro señaló que las perspectivas de crecimiento de Europa han dejado de deteriorarse.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno discutió sobre la fragilidad que persiste en la economía europea. En particular, un miembro mencionó que, si bien se han observado mejoras, éstas se han dado en el margen y parecerían ser de corto plazo. Agregó que la situación continúa siendo sumamente endeble y que la probabilidad de observar un crecimiento bajo en la región es todavía elevada. En efecto, la mayoría de los miembros señaló que no se tiene plena seguridad de que Grecia podrá salir adelante con los apoyos hasta ahora recibidos y que habrá que esperar a que este país regrese al mercado a refinanciar su deuda para verificar si es capaz de hacerlo sin contar con los múltiples apoyos comunitarios que se han diseñado para ayudarle. Asimismo, un miembro señaló que tampoco es claro si otros países de la zona, particularmente Portugal e Irlanda, lograrán acceso directo al financiamiento de los mercados en condiciones aceptables una vez que dejen de tener efecto los estímulos instrumentados por el Banco Central Europeo. Además, otro miembro mencionó que los bancos europeos se encuentran inmersos en un proceso de desapalancamiento que está lejos de

concluir y agregó que los mercados europeos de deuda soberana e interbancaria están funcionando con un elevado grado de apoyo oficial. Por su parte, un miembro agregó que los problemas fiscales de varias economías europeas están lejos de resolverse. Finalmente, un miembro de la Junta agregó que se está abriendo una ventana de tiempo a los países europeos para realizar reformas estructurales que lleven a un mayor crecimiento, pero que la debilidad de los gobiernos y el agotamiento político posiblemente no lo permitan.

En lo que corresponde al crecimiento de las economías emergentes, algunos miembros de la Junta destacaron que éste se ha atenuado y que los pronósticos para dichas economías al respecto se han revisado a la baja. En particular, un miembro de la Junta de Gobierno enfatizó que, si bien ya se había reconocido que las tasas de crecimiento de la economía china no son sostenibles, se ha dado una transición ordenada a un ritmo de crecimiento menor. Asimismo, señaló que la moderación en el crecimiento de China implicará que no se presenten fuertes presiones sobre los precios de las materias primas, con excepción del petróleo, que está sujeto a problemas geopolíticos.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno mencionó que el escenario base para la inflación a nivel mundial es que se mantendrá contenida, si bien reconoció que un aumento en el precio del petróleo podría generar presiones en la inflación. Algunos miembros coincidieron en que, a pesar de esto último, se espera una reducción en la inflación, entre otras razones debido a la disminución en la expectativa de crecimiento de las economías emergentes. En efecto, algunos miembros de la Junta de Gobierno recalcaron que en las economías emergentes las expectativas de menor inflación se han generalizado, respondiendo al menor crecimiento, tanto interno como externo, y a una baja en el precio de las materias primas. Además, un miembro enfatizó que las proyecciones apuntan a que los precios internacionales del maíz y el trigo disminuirán hacia finales del año y señaló que, a pesar de que se ha dado un incremento en los precios de algunas materias primas, la inflación en Estados Unidos ha registrado una disminución que ha logrado revertir parcialmente el aumento observado al final del año pasado. Sin embargo, otro miembro argumentó que la inflación de los países avanzados y emergentes aún se ubica en niveles relativamente elevados.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que, dadas las expectativas de

inflación y las condiciones mundiales de crecimiento económico moderado, se espera que gran parte de los bancos centrales continúen con posturas monetarias acomodaticias. En efecto, un miembro de la Junta de Gobierno indicó que se espera una política monetaria extremadamente laxa en Europa y señaló que Japón y el Reino Unido han continuado con el relajamiento de la política monetaria, con perspectivas de mantenerla así por un periodo prolongado. Algunos miembros agregaron que la Reserva Federal de Estados Unidos ratificó su decisión de mantener la gran laxitud monetaria y todas sus políticas no convencionales hacia adelante, incluso hasta 2014. Asimismo, un miembro indicó que diversas economías han relajado su política monetaria con el objetivo de mantener un ajuste más balanceado ante entradas masivas de capitales frente a una situación de operaciones de acarreo que se han vuelto muy atractivas. Por otra parte, un miembro señaló que varias economías emergentes muestran grados de libertad suficientes para aplicar políticas contracíclicas ante menores perspectivas de crecimiento. Otro miembro enfatizó que el que la inflación en múltiples economías se haya mantenido por encima del promedio, aunado a la recuperación económica y a los factores de riesgo geopolíticos que podrían impulsar un alza en los precios de los energéticos, plantea retos para la conducción de la política monetaria.

En lo que se refiere a la economía mexicana, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno sostuvo que la actividad económica continúa expandiéndose, si bien también coincidió en que el ritmo de crecimiento se ha moderado. Un miembro de la Junta de Gobierno recalcó que la expansión de la actividad económica muestra la resistencia de la economía mexicana ante los importantes choques del exterior, y otro miembro agregó que la desaceleración ha sido gradual y ordenada. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno argumentó que el menor dinamismo se debe principalmente a la desaceleración de las exportaciones a Estados Unidos, ya que, como un miembro agregó, las exportaciones al resto del mundo continúan creciendo a buen ritmo. Un miembro de la Junta de Gobierno manifestó en este sentido la preocupación de que la desaceleración observada en las exportaciones se está dando en un contexto de mayor crecimiento de la economía de los Estados Unidos y, sobre todo, de una depreciación del tipo de cambio real. Además, agregó que la desaceleración de las exportaciones afecta adversamente las perspectivas de otros sectores y que es posible que las exportaciones al

resto del mundo no continúen con el acelerado dinamismo que han venido mostrando.

Algunos miembros de la Junta de Gobierno enfatizaron el comportamiento positivo de algunos indicadores de producción, como es el caso de la evolución del sector industrial y la industria manufacturera. En este sentido, un miembro subrayó que la producción industrial del mes de enero sorprendió al alza por su magnitud. Además, señaló que el uso de la capacidad instalada de la industria manufacturera alcanzó niveles parecidos a los observados antes de la crisis y que la producción automotriz y el sector construcción también registraron un dinamismo significativo. Por otra parte, algunos miembros de la Junta de Gobierno afirmaron que los servicios asociados a la demanda interna mostraron un comportamiento favorable.

En cuanto a los indicadores de demanda interna, algunos miembros de la Junta de Gobierno argumentaron que el consumo continúa su expansión, como lo manifiestan las ventas al menudeo y al mayoreo en diciembre del año pasado. Algunos miembros de la Junta de Gobierno señalaron que la fortaleza de los indicadores de consumo se ha sustentado en la ampliación del crédito y en el aumento del empleo formal, a lo que un miembro añadió que la masa salarial sigue expandiéndose. Sin embargo, un miembro de la Junta de Gobierno consideró que, si bien el consumo ha crecido en el margen, éste continúa muy deprimido con respecto al ciclo. Por otra parte, en cuanto a la inversión, un miembro destacó que sus niveles deberían estar creciendo a tasas más aceleradas en relación a lo que se observa en la actualidad, considerando los choques del tipo de cambio real que se han registrado. No obstante, un miembro de la Junta expresó que de acuerdo con la reciente revisión de datos, la inversión ha superado desde finales de 2010 los niveles prevalecientes antes de la crisis.

Por su parte, otro miembro de la Junta de Gobierno añadió que es previsible que la economía mexicana se vaya acercando ordenadamente a su potencial de crecimiento en los siguientes años, tal y como ha sucedido hasta el momento. En este contexto, mientras que un miembro de la Junta de Gobierno consideró que las perspectivas de crecimiento para México se han mantenido prácticamente sin cambio en los últimos meses, otro argumentó que, como consecuencia de una evolución mejor a la esperada, las expectativas para 2012 se han modificado al alza, agregando que esta percepción

se confirma en diversos indicadores de opinión como el de pedidos manufactureros, el indicador del entorno empresarial manufacturero, el índice de confianza del productor y el de los analistas del sector privado. Además, aseveró que, dado que las previsiones de crecimiento para Estados Unidos han continuado fortaleciéndose, es probable que las perspectivas económicas de México continúen mejorando. Por el contrario, otro miembro de la Junta de Gobierno arguyó que permanece el riesgo de que se debilite la demanda agregada de Estados Unidos, desacelerando así la actividad económica en México.

Dadas las consideraciones anteriores, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno sostuvo que el balance de riesgos para el crecimiento económico de México ha mejorado. Al respecto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno explicó que esto se ha debido, especialmente, a que la economía estadounidense ha mostrado datos positivos, de manera particular para la producción industrial, la cual tiene un efecto importante sobre la economía mexicana. Sin embargo, un miembro puntualizó que la mejoría en el balance de riesgos para el crecimiento de México se ha dado en el margen y no necesariamente se traduce en mejores expectativas para el mediano plazo.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno afirmó que la brecha del producto continúa siendo negativa, y algunos miembros destacaron que ésta no se ha cerrado al ritmo anticipado y que se ha postergado su cierre. Un miembro agregó que, de hecho, la brecha parecería haberse ampliado ligeramente en el último trimestre del año anterior. En este sentido, otro miembro recalcó que continúan sin observarse presiones de demanda sobre la utilización de los principales insumos para la producción de la economía. Así, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno manifestó que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral y un miembro afirmó que las empresas manufactureras no están teniendo problemas para contratar mano de obra calificada, que es el segmento del mercado laboral donde se esperaría que pudieran empezar a reflejarse presiones cíclicas sobre los salarios. Finalmente, algunos miembros de la Junta de Gobierno agregaron que no se perciben presiones en las cuentas externas ni en los mercados de crédito internos.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno destacó la apreciación que ha tenido el

peso frente el dólar durante el presente año. En este contexto, algunos miembros de la Junta de Gobierno señalaron que la menor percepción de riesgo internacional ha generado un incremento vigoroso en la tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros. Un miembro agregó que lo anterior, entre otros factores, contribuyó a que se revirtiera en parte la depreciación del peso iniciada en agosto pasado y ocasionó que la curva de rendimientos se desplazara a la baja. Sin embargo, recordó que el tipo de cambio promedio en lo que va de marzo se encuentra casi diez por ciento por arriba del correspondiente a la primera quincena de julio pasado.

En cuanto a la inflación en México, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno afirmó que recientemente se ha observado un comportamiento más favorable. Agregaron que la inflación ha evolucionado de acuerdo a las previsiones, observándose una reversión de los choques que generaron el repunte temporal de la inflación, lo que no es sorprendente dado que los factores que generaron esa dinámica estaban asociados al subíndice de precios no subyacente y que se esperaba que el tipo de cambio retornara a niveles más apreciados. Un miembro de la Junta de Gobierno argumentó que la dinámica observada recientemente pudiera estar influida tanto por fenómenos no repetitivos, como por la percepción de los niveles de inseguridad pública en algunas localidades del país, lo cual ha influido en la inflación de servicios. En este sentido, algunos miembros enfatizaron que el avance favorable se ha observado en la inflación subyacente y sus componentes. Recalaron el caso de la inflación sin productos energéticos ni alimentos, que cubre más del 60 por ciento de la canasta, señalando que en febrero alcanzó una cifra de 2.14 por ciento. Asimismo, apuntaron que la inflación de servicios se encuentra por debajo de 2.5 por ciento y la de servicios excluyendo educación y vivienda, por debajo de 2 por ciento. No obstante, un miembro concluyó que el comportamiento de la inflación ha presentado un deterioro, aunque ligero. En este contexto, algunos miembros de la Junta de Gobierno destacaron el moderado ascenso de la inflación subyacente y de la no subyacente, y señalaron que ciertos indicadores de inflación se han situado cerca del techo del intervalo de variabilidad, como la inflación promedio anual.

Respecto a las expectativas de inflación, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno apuntó que éstas se encuentran bien ancladas. Sin

embargo, dicha mayoría también mencionó que las expectativas de corto plazo se han deteriorado. Algunos miembros recalcaron que tanto las de mediano, como las de largo plazo, permanecen por arriba de la meta de 3 por ciento y cerca del límite superior del intervalo de variabilidad. Sin embargo, otro miembro de la Junta de Gobierno argumentó que, si bien las últimas cifras de expectativas de inflación mostraron un aumento, es previsible que se ajusten a la baja al considerar la información más reciente. Agregó que para los meses subsecuentes a marzo se esperan inflaciones inferiores a las que se esperaban hasta hace algunos meses.

En cuanto al balance de riesgos para la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno aseveró que éste ha mejorado. Por otra parte, otros miembros afirmaron que dicho balance de riesgos no ha mejorado, y enumeraron diversos riesgos al alza para la inflación. En particular, mencionaron las presiones sobre los precios de los alimentos, originadas por vaivenes en su oferta debido, en parte, a fenómenos climatológicos, como la presente sequía. Asimismo, algunos miembros de la Junta de Gobierno señalaron el riesgo de que la política de precios internos de la gasolina se torne insostenible debido al aumento en el costo del subsidio fiscal originado por el incremento en la brecha entre los precios externos e internos. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta apuntaron que existe el riesgo adicional de que vuelva a aumentar la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En respuesta a lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno afirmó que diversos riesgos al alza para la inflación parecerían haberse atenuado. En particular, mencionaron que el área afectada por la sequía ha comenzado a reducirse, que se espera que los precios internacionales del maíz y el trigo disminuyan y que se esperan menores presiones derivadas de los precios de las materias primas. Un miembro argumentó que, suponiendo que efectivamente tenga que eliminarse el subsidio a la gasolina por problemas de finanzas públicas, esto tendría un efecto de muy corto plazo sobre la inflación, pero vendría acompañado de la eliminación de un elemento que actualmente pudiera estar afectando al alza las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Asimismo, otro miembro mencionó que la probabilidad de un choque financiero del exterior se ha reducido y señaló como riesgo a la baja que prevalece la posibilidad de un debilitamiento de la demanda, tanto externa, como interna. Sin

embargo, otro miembro señaló que todavía no se puede descartar la eventualidad de turbulencias financieras capaces de revertir los importantes flujos de capital hacia los mercados emergentes. En esta circunstancia, la ventaja que México ha tenido como receptor privilegiado de flujos de capital, podría convertirse en una vulnerabilidad capaz de dislocar los mercados financieros, afectando la inflación.

En cuanto a la postura de política monetaria, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno mencionó que la convergencia de la inflación hacia la meta del Banco de México debe lograrse al menor costo posible y de una manera eficiente. Por tanto, algunos miembros argumentaron que, de continuar las condiciones actuales en actividad económica e inflación, la Junta de Gobierno debería considerar reducir el objetivo de la tasa de interés de referencia. Esto en función de que en esas circunstancias, se podría lograr la convergencia a la meta con una tasa de interés más baja, lo que sería favorable para la economía. En este sentido, uno de ellos recalcó que estas circunstancias han estado presentes por algún tiempo en la economía mexicana, si bien el entorno económico global de gran incertidumbre ha sugerido la postergación de la medida referida. En cambio, algunos miembros consideraron que la buena dinámica de la inflación obedece a la credibilidad del Banco de México para alcanzar su objetivo, a una política monetaria relativamente conservadora y al envío de mensajes adecuados, ya que el principal canal de transmisión de la política monetaria es el de las expectativas. Por ello, mencionaron que, dado que después de mucho tiempo aún no se ha alcanzado el objetivo, si se envía la señal al mercado de que el Banco de México no está comprometido con éste, los costos de alcanzarlo a la postre van a ser más elevados. Por ende, se debe ponderar cuidadosamente el envío de señales. De hecho, un miembro señaló que no entiende la urgencia de disminuir tasas de interés en la medida que no se ha llegado al 3 por ciento. Este miembro agregó que se debe llegar al objetivo de inflación lo más rápido posible y que deben aprovecharse las circunstancias internacionales para alcanzarlo. En este sentido, un miembro de la Junta de Gobierno recordó que el Banco de México siempre considera en sus decisiones el costo para la sociedad y que, de hecho, en 2009 la Junta de Gobierno redujo 375 puntos base la tasa de interés por consideraciones de esta naturaleza.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno consideró que la inflación se encuentra en

claro proceso de convergencia a la meta establecida por el Banco de México. Al respecto, un miembro agregó que, si se juzgara por la inflación subyacente, el objetivo de convergencia ya se habría alcanzado. Sin embargo, algunos miembros de la Junta mencionaron que todavía no se logra alcanzar la convergencia de la inflación general al objetivo del 3 por ciento. En este sentido, un miembro afirmó que considerará que se ha alcanzado la convergencia hacia el objetivo cuando la media estacionaria de la inflación general sea de 3 por ciento.

Ante estas aseveraciones, un miembro de la Junta de Gobierno respondió que existen economías con bancos centrales con un extraordinario grado de credibilidad en las que los choques globales en los últimos años, principalmente provenientes de los energéticos y alimentos, no han afectado sus inflaciones subyacentes pero sí han ocasionado que los niveles de inflación general se encuentren por encima de sus metas y, a pesar de ello, tienen posturas monetarias históricamente acomodaticias. En este sentido, agregó que dada la magnitud de los choques externos, reproducir las condiciones necesarias para alcanzar la meta pudiera ser extraordinariamente costoso y complicado e inclusive disminuir la credibilidad del Banco de México. En este contexto, recalcó que para hacer una evaluación del éxito del Banco de México en el cumplimiento de su mandato se debe tomar en cuenta que la situación actual que el país enfrenta es muy diferente a la situación que se enfrentaba en el pasado, cuando había problemas de dominancia fiscal, y en este sentido se deben reconocer los cambios que ha habido y que ponen a las condiciones inflacionarias actuales muy lejos de lo que históricamente fueron. Mencionó la importancia de que la evaluación del cumplimiento del mandato no sea mono-dimensional y de que se evalúe de manera integral el comportamiento de todo el sistema nominal de la economía, que incluye tanto los precios al consumidor, como el comportamiento de los agregados monetarios, de los salarios y del tipo de cambio. Así, arguyó que la evaluación de riesgos para México debe realizarse en el contexto de un sistema nominal que ha funcionado de manera distinta al de hace veinte o treinta años. Subrayó que la credibilidad que se ha logrado en los últimos diez años le proporciona al Banco de México espacio para ajustar la política monetaria. Enfatizó que la implementación por un tiempo prolongado de políticas monetarias y fiscales adecuadas ha conducido a un buen funcionamiento del sistema nominal. En particular, argumentó que esto se ha reflejado en un bajo

traspaso del tipo de cambio nominal a los precios y en un bajo traspaso de la inflación no subyacente a la subyacente.

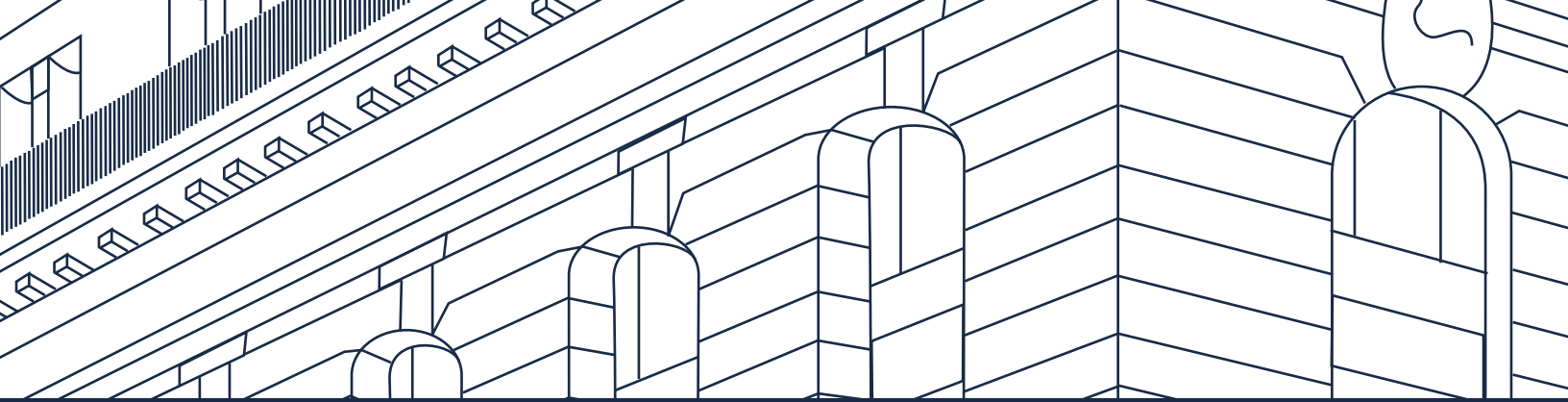
En este mismo sentido, algunos miembros de la Junta de Gobierno mencionaron que los ciclos económicos en la economía mexicana son actualmente de igual naturaleza que en países con precios estables y que el sistema financiero es actualmente más resistente a los choques del exterior. En este contexto, un miembro recalcó que la estructura de la economía mexicana, así como las políticas acomodaticias que actualmente se encuentran presentes en las economías avanzadas, sugieren que el objetivo de tasa de interés de referencia para la política monetaria en nuestro país pudiera mostrar un ajuste a la baja.

Así, la mayoría de los miembros agregó que, de consolidarse las condiciones favorables actuales sobre las perspectivas de inflación, podría ser aconsejable un ajuste a la baja de la tasa de interés de referencia. Un miembro de la Junta de Gobierno recalcó que, basándose en los avances estructurales que el país ha tenido en el proceso de formación de precios y en la dinámica de la inflación, dicha acción debiera implementarse en la medida en que el comportamiento favorable de la inflación continúe y siga habiendo convergencia gradual. Sin embargo, otro miembro recalcó que el hecho de que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanezcan tenazmente en la parte superior del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de 3 por ciento, inclusive en el escenario actual más favorable en que no se ha alcanzado la meta, hace necesario que el Banco de México comunique su determinación a actuar de manera oportuna ante la posibilidad de que se materialicen distintos escenarios. En efecto, todos los miembros de la Junta de Gobierno señalaron que el Banco de México estará atento para ajustar la tasa de interés de forma oportuna ante cualquier evento que perjudique la convergencia de la inflación al objetivo y coincidieron en que se actuará en cualquiera de los dos sentidos.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno del Banco de México, considerando las intervenciones hechas por sus integrantes y por los funcionarios invitados de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 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 las perspectivas para el crecimiento de la economía mexicana, de la inflación, así como de los mercados financieros, lo cual, en un contexto de gran lasitud monetaria en los principales países avanzados y emergentes, podría hacer aconsejable un relajamiento de la política monetaria. Asimismo, la Junta continuará vigilando estrechamente el comportamiento de todos los determinantes de la inflación 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.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 30 de marzo de 2012

