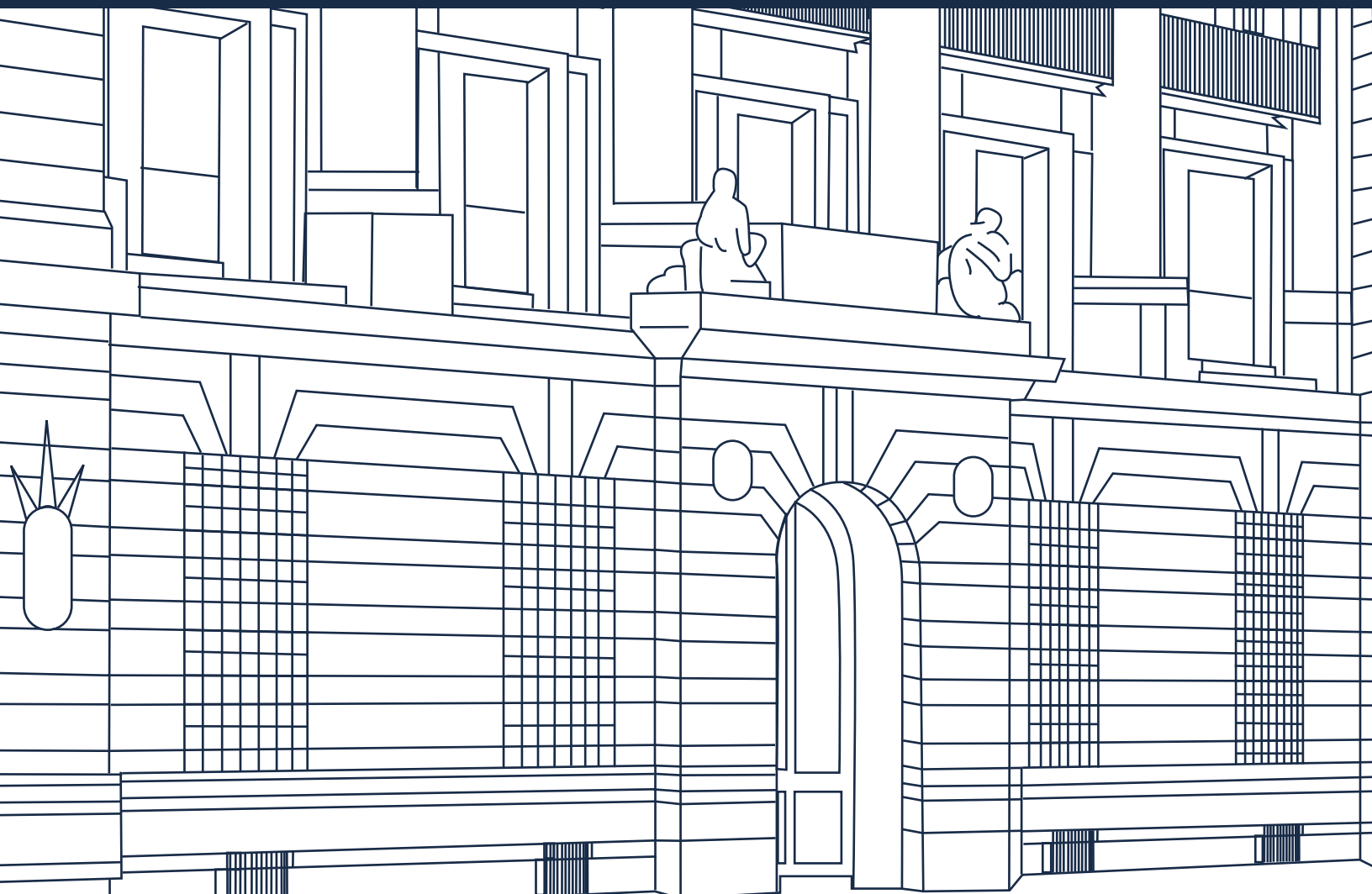




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 4

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 27 de mayo de 2011



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Cinco de Mayo núm. 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México, Distrito Federal.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 26 de mayo de 2011.

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.

Act. Ernesto Javier Cordero Arroyo, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Mtro. Gerardo Rodríguez Regordosa, Subsecretario 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 la referida 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 del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

El ritmo de recuperación de la economía mundial durante los primeros meses de 2011 se ha moderado. En particular, la tasa de crecimiento de la producción industrial ha disminuido, resaltando el caso de las principales economías avanzadas, especialmente Japón (Gráfica 1).

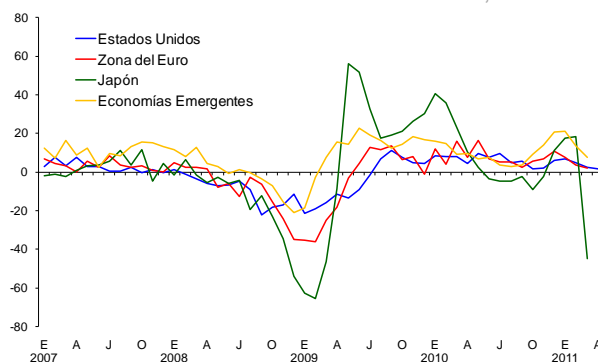
Las diferencias en las posiciones cíclicas entre países y regiones han persistido, con las economías emergentes mostrando un fuerte crecimiento e incluso señales de

sobrecalentamiento en algunos casos, en tanto que las avanzadas siguen observando un crecimiento modesto. Inclusive, los pronósticos de crecimiento para 2011 en algunas de las economías avanzadas se han reducido, si bien continúan apoyadas por el dinamismo de sus exportaciones. Destaca, en particular, la revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento de Estados Unidos y de Japón, en este último debido a los desastres naturales que afectaron sus procesos de producción (Gráfica 2). No obstante, los pronósticos para 2012 se han mantenido prácticamente sin cambio (Estados Unidos y la zona del euro) o se han incrementado (Japón).

Gráfica 1

Producción Industrial Mundial

Variación sobre 3 meses anualizada, a. e.



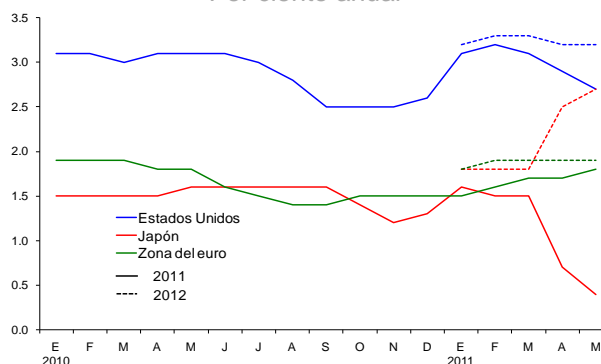
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Fuente: Federal Reserve, METI, Eurostat y CPB Netherlands.

Gráfica 2

G3: Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB en 2011 y 2012

Por ciento anual



Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento de la actividad económica se ha desacelerado en lo que va del año. En el primer trimestre, de acuerdo a información preliminar, el PIB real se expandió 1.8 por ciento a tasa trimestral anualizada, por debajo del 3.1 por ciento registrado el trimestre anterior.

Esto fue reflejo de un menor crecimiento del gasto en consumo privado, una reducción de la inversión en estructuras y una caída del gasto del gobierno. La desaceleración del gasto en consumo se debió a los efectos adversos del aumento en los precios de los energéticos, así como al impacto de la lenta recuperación de la riqueza neta de los hogares, atribuida a la continua caída de los precios de la vivienda. No obstante la tendencia a la baja en el precio de las gasolineras en las últimas semanas, la aún débil situación del empleo y del mercado de la vivienda continuarán afectando al gasto en consumo y sus perspectivas.

En la zona del euro, el PIB se expandió 3.3 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre de 2011, comparado con 1.1 por ciento en el último trimestre de 2010, aunque algunos indicadores del gasto en consumo mostraron debilidad. La expansión de la producción fue encabezada principalmente por Alemania, apoyada tanto por su demanda interna como por sus exportaciones. En contraste, la situación económica en Grecia y Portugal siguió deteriorándose. Parte del repunte en Europa, sin embargo, reflejó factores temporales, y los indicadores oportunos apuntan hacia una moderación del crecimiento. A pesar de los problemas de deuda soberana en algunas de las economías de la zona euro, el pronóstico de crecimiento para 2011 se ha venido revisando ligeramente al alza, ubicándose en mayo en 1.8 por ciento.

En Japón, el deterioro de los indicadores de oferta y de demanda fue mayor a lo previsto, apuntando a que el impacto adverso de los desastres naturales ocurridos en ese país fue más significativo que el anticipado hace unas semanas. Las expectativas de crecimiento de Japón para 2011 se redujeron de un máximo de 1.6 por ciento en enero a 0.4 por ciento en mayo, básicamente debido a los efectos negativos de los mencionados desastres naturales. En contraste, el crecimiento esperado para 2012 se incrementó sustancialmente, anticipando los esfuerzos de reconstrucción.

La inflación general y sus expectativas de corto plazo se han incrementado en las principales economías avanzadas, básicamente como resultado del alza en los precios de los productos primarios. Sin embargo, la inflación subyacente en general se ha mantenido reducida, ante la holgura en la capacidad productiva y en los mercados laborales en esos países. Asimismo, las

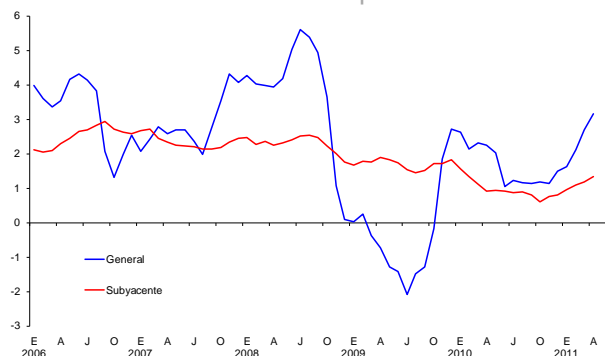
expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas.

En Estados Unidos, la inflación general aumentó de 1.5 por ciento anual en diciembre pasado a 3.2 por ciento en abril, a consecuencia en gran medida del aumento del precio de los energéticos, alcanzando así su nivel más alto desde octubre de 2008 (Gráfica 3). Por su parte, la inflación subyacente aumentó a 1.3 por ciento en abril, si bien esta cifra se encuentra todavía por debajo de su promedio histórico y del pronóstico de largo plazo reportado por los integrantes del Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal para la inflación general.

El referido Comité decidió en su reunión de abril concluir su programa de compra neta de bonos del Tesoro en junio próximo, como estaba previsto originalmente, y mantener su política actual de reinversión de los vencimientos del principal de su cartera de valores. Asimismo, anunció que revisará regularmente el monto y composición de sus tenencias de valores y anticipa que las condiciones económicas probablemente conducirán a que el objetivo de la tasa de fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos por un período prolongado. Lo anterior, en anticipación de que el alza en la inflación, debida al aumento en los precios de la energía y otros productos primarios, sea transitoria y tomando en consideración la modesta recuperación de la actividad económica. De hecho, la Reserva Federal redujo de manera moderada sus pronósticos de crecimiento económico para 2011.

En este contexto, los participantes del mercado no anticipan una restricción de la política monetaria en Estados Unidos por el resto del año, y algunos analistas económicos incluso consideran que tampoco tendrá lugar el año siguiente.

Gráfica 3
EUA: Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

Respecto a la zona del euro, la inflación general se ha mantenido por encima de la meta de hasta 2 por ciento desde diciembre pasado, y en abril alcanzó un nivel del 2.8 por ciento, reflejando también el rápido crecimiento en los precios de los productos primarios. Por su parte, la inflación subyacente se situó en 1.6 por ciento en abril, en comparación con 1.1 por ciento en diciembre de 2010. El Banco Central Europeo (BCE) decidió a principios de mayo mantener sin cambio su tasa de política en 1.25 por ciento, después de haberla aumentado en 25 puntos base en su reunión de abril, su primer alza en dos años. El BCE ha señalado que advierte presiones al alza sobre la inflación general, debido principalmente al comportamiento de los precios de los productos primarios, y que la liquidez monetaria sigue siendo amplia lo que podría facilitar el acomodo de las presiones inflacionarias.

Por su parte, el Banco de Inglaterra ha señalado que iniciar un ciclo de incremento de tasas de interés podría afectar negativamente las perspectivas de gasto de los hogares y poner en riesgo la recuperación de la economía. Lo anterior a pesar del reciente incremento en la inflación general y subyacente a niveles por arriba de su objetivo de inflación.

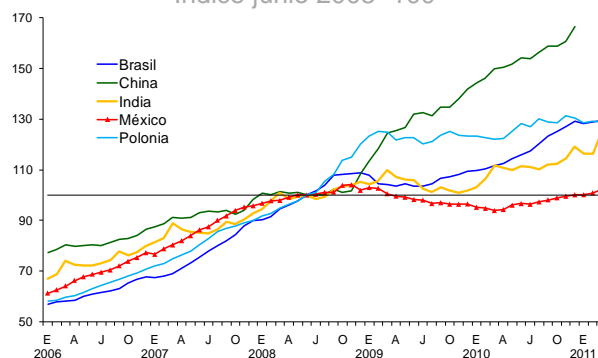
Las economías emergentes continúan registrando un fuerte crecimiento y operando cerca o por encima de su límite de capacidad, en particular en el caso de la región de Asia. Muchas de estas economías se encuentran enfrentando presiones de sobrecalentamiento. Los bancos centrales de estas economías han utilizado diversos instrumentos para combatir las presiones de demanda, incluyendo aumentos de las tasas de interés de corto plazo y de encaje legal, así como

permitiendo una mayor apreciación de sus monedas. Sin embargo, cabe señalar que en muchas de las principales economías emergentes y avanzadas, las tasas de interés reales todavía se encuentran por debajo de las observadas antes de la crisis.

Si bien hay cierta evidencia de que las políticas para enfrentar las presiones de sobrecalentamiento están teniendo algún efecto en aquellas economías que han adoptado las medidas más restrictivas, las economías emergentes siguen registrando elevadas tasas de crecimiento y presiones inflacionarias.

En este contexto, se ha observado una fuerte expansión del crédito bancario en las principales economías emergentes (Gráfica 4). Este ha sido el caso, en particular, en China, a pesar de que las autoridades han implementado políticas de restricción de la demanda, incluyendo ciertas limitaciones a los créditos hipotecarios.

Gráfica 4
Economías Emergentes: Crédito Real
 Índice junio 2008=100



Fuente: Bancos centrales y FMI.

Cabe destacar que, con excepción de Brasil, las principales economías emergentes han mostrado estabilidad en sus proyecciones de crecimiento para 2011. Sin embargo, cabe señalar que para 2012 dichas economías presentan una moderación en sus tasas de crecimiento, sugiriendo que el dinamismo que éstas han mostrado en el último año y medio parecería no ser sostenible.

Las perspectivas para la economía global se encuentran sujetas a diversos riesgos, que incluyen:

- (i) Aquéllos relacionados a las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. En particular, la viabilidad de los

programas de apoyo financiero en la zona del euro sigue siendo un elemento significativo de riesgo en los mercados internacionales.

- (ii) No obstante la disminución observada en los precios de la energía, ante las perspectivas de menor crecimiento mundial, persiste el riesgo de un nuevo repunte particularmente en vista de las tensiones geopolíticas en algunas regiones productoras clave de energéticos.
- (iii) Presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios globales.
- (iv) Persiste la incertidumbre con relación a la sostenibilidad de la recuperación en Estados Unidos.

Asimismo, no hay que olvidar el riesgo de que la eventual corrección de la postura monetaria sumamente laxa por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas, o una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas derivada de dudas sobre los avances en los procesos de consolidación fiscal en las economías industrializadas, pudieran implicar una reversión abrupta de los flujos de capitales a las economías emergentes.

También existen riesgos potenciales desfavorables a raíz del impacto económico de los recientes desastres naturales en Japón. No obstante, se anticipa que los efectos adversos de dichos desastres sobre la actividad económica sean de corta duración y que posteriormente tenga lugar un repunte de la actividad impulsado por una reconstrucción relativamente rápida.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1 Mercados desarrollados

Las expectativas de un crecimiento económico más moderado se vieron reflejadas en el mercado de materias primas. Los precios de algunas mercancías de uso industrial, tales como cobre, níquel y petróleo, disminuyeron de manera importante ante la perspectiva de que la demanda por éstas sea ligeramente menor a la prevista hace un mes.

Asimismo, las cotizaciones de algunas materias primas que habían exhibido incrementos extraordinarios en sus precios en los últimos

meses, debido en parte a la construcción de posiciones largas por parte de diversos inversionistas, presentaron importantes correcciones a la baja. Al respecto, destacó la disminución del precio de la plata, la cual después de alcanzar 50 dólares por onza cayó a niveles de alrededor de 34 dólares por onza en tan sólo una semana (Gráfica 5).

Gráfica 5
Materias Primas

Índice de precio del primer contrato
(31 diciembre 2009=100)



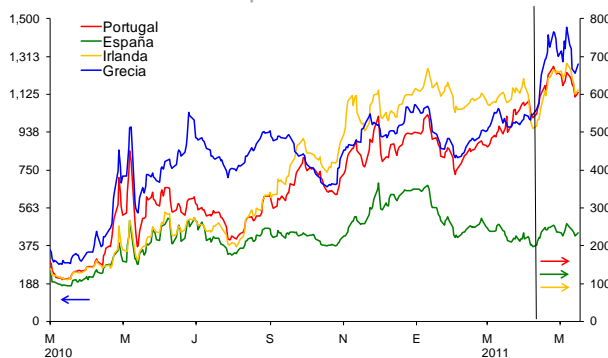
Fuente: Bloomberg.

En los mercados cambiarios, en el lapso de referencia, tras un periodo inicial de debilidad en la cotización del dólar (atribuible a la caída de las tasas de interés en Estados Unidos), ésta se fortaleció recientemente frente a las principales divisas, reflejando la búsqueda de refugio en activos de alta calidad crediticia denominados en dicha moneda. Dicha apreciación fue más importante frente aquellas divisas de países exportadores netos de materias primas. Asimismo, durante mayo, destacó también la apreciación del dólar frente al euro como consecuencia de la expectativa de que el ritmo de normalización de política monetaria del Banco Central Europeo sea más gradual que lo que hasta hace algunas semanas se tenía previsto. Adicionalmente, los limitados avances en el proceso de consolidación fiscal en varios países europeos de la periferia, la incertidumbre creada alrededor de la aprobación del paquete de ayuda a Portugal, y los rumores de una posible reestructuración de la deuda gubernamental de Grecia (Gráfica 6) también afectaron de manera negativa la cotización del euro.

Las correcciones a la baja en los pronósticos de crecimiento económico y las perspectivas de que la política monetaria laxa se mantenga por un periodo extenso en las principales economías

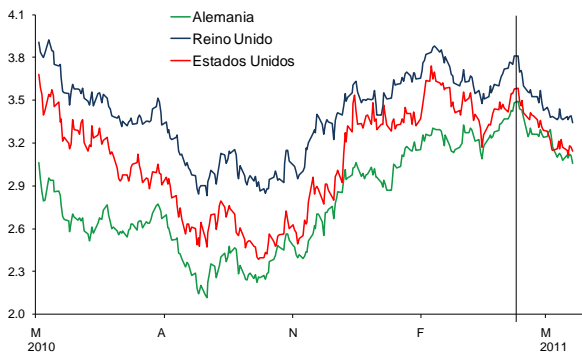
avanzadas, provocaron disminuciones importantes en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de estos países, las cuales disminuyeron entre 20 y 50 puntos base (Gráfica 7). Cabe mencionar además que a dicho ajuste también contribuyó la mejora en el panorama para la inflación a nivel mundial a raíz de la disminución reciente en los precios de algunas materias primas.

Gráfica 6
Europa: Costos de Protección ante Incumplimiento a 5 años de Países Seleccionados
 En puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 7
Rendimiento de Bonos Gubernamentales de 10 Años
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los índices accionarios también presentaron caídas durante este período, aunque éstas fueron de menor magnitud a las observadas en otros activos de riesgo. Al respecto, la mayoría de los reportes corporativos correspondientes al primer trimestre del año superaron las expectativas de analistas, destacando, en general, mayores ventas y utilidades respecto a lo anticipado.

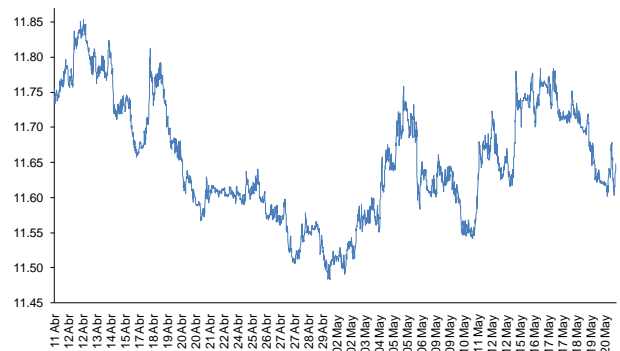
2.2.2 Mercados emergentes

Las economías emergentes continúan creciendo a un ritmo acelerado y en muchos casos la inflación se sigue ubicando en la parte alta o incluso fuera del intervalo de variabilidad alrededor de la meta o rango objetivo definido por los respectivos bancos centrales. De hecho, el dinamismo de la demanda interna y las tasas de crecimiento elevadas del crédito en muchos de estos países han llevado a que varios bancos centrales continúen retirando el estímulo monetario de manera más acelerada que la esperada por los analistas económicos. Al respecto, en algunos casos, los incrementos a la tasa de referencia han vuelto a sorprender por ser mayores a lo anticipado.

2.2.3 Mercados en México

Durante este periodo el peso fluctuó en un amplio rango de cotizaciones (entre 11.48 y 11.85 pesos por dólar), terminando en niveles similares a los que se observaban en la reunión de política monetaria de abril (Gráfica 8).

Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano
 Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg.

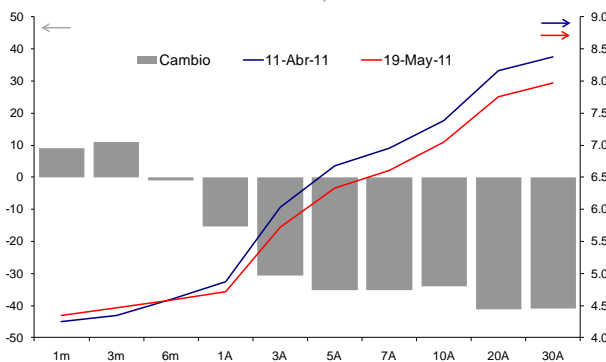
Así, hacia finales de ese mes, el peso se fortaleció de forma importante hasta registrar niveles mínimos de 11.48, mismos que no se alcanzaban desde octubre de 2008. Dicha fortaleza estuvo explicada por los fundamentales sólidos de la economía mexicana, así como por la mayor demanda por activos de mayor rendimiento que se observó en los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, hacia mediados de mayo, la incertidumbre en torno a la situación fiscal de algunos países de Europa, la publicación de indicadores económicos que apuntan hacia una

moderación en el ritmo de crecimiento en las economías avanzadas, y la caída en los precios de las materias primas generaron una mayor aversión al riesgo a nivel global. Lo anterior provocó que el peso se depreciara cerca de 30 centavos con respecto a los niveles mínimos del período. No obstante lo anterior, destacó que esta depreciación se dio de manera ordenada, en un entorno de liquidez y altos volúmenes de operación en el mercado cambiario nacional.

En el mercado de dinero, las tasas de interés disminuyeron cerca de 30 puntos base a lo largo de toda la curva de rendimiento (Gráfica 9). Al parecer, dicha disminución respondió, entre otros factores, a las favorables cifras de inflación en México y a la expectativa de que las tasas de interés en los mercados desarrollados permanecerán bajas por un tiempo más prolongado. Durante el periodo entre reuniones de política monetaria, nuevamente se observó interés por parte de inversionistas institucionales nacionales y extranjeros por adquirir valores gubernamentales de largo plazo.

Gráfica 9
Curva de Rendimiento
Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

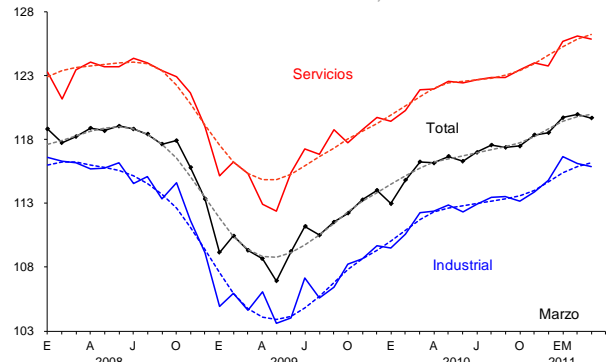
En este contexto, la mayoría de los analistas económicos sigue opinando que la postura de política monetaria por parte del Banco de México permanecerá sin cambio hasta inicios del año que entra. De igual forma, las referencias de mercado indican que el próximo movimiento en la tasa de referencia será de un alza de 25 puntos base y que éste se dará hasta principios de 2012.

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

2.3.1. Actividad económica

La actividad económica del país continúa exhibiendo una trayectoria ascendente, si bien los indicadores más oportunos sugieren una moderación de su ritmo de expansión. En efecto, el PIB desestacionalizado del periodo enero-marzo de 2011 presentó un crecimiento de 0.52 por ciento en relación con los niveles del trimestre previo, lo cual se compara con las variaciones de 2.03, 0.70 y 1.13 por ciento en el segundo, tercer y cuarto trimestres de 2010, respectivamente. Este resultado se vio influido, en parte, por una contracción de los niveles de actividad productiva en marzo. En particular, en ese mes el IGAE presentó una reducción mensual desestacionalizada de 0.23 por ciento, lo cual se derivó de disminuciones mensuales en los niveles de actividad tanto del sector industrial, que ya había presentado una reducción en febrero, como de los servicios (Gráfica 10).

Gráfica 10
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2003=100, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

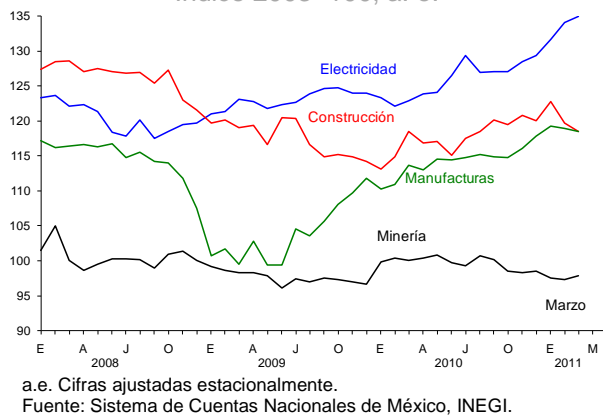
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

La caída de la actividad industrial en febrero y marzo de 2011 refleja contracciones mensuales en los niveles desestacionalizados de producción tanto de las manufacturas, como de la construcción. Cabe destacar, no obstante, que en ambos meses el ajuste de los niveles de actividad de la industria de la construcción fue más acentuado que el correspondiente al sector manufacturero (Gráfica 11). Otros indicadores asociados con el mercado interno que en los últimos meses han presentado una moderación en su ritmo de expansión corresponden a las ventas

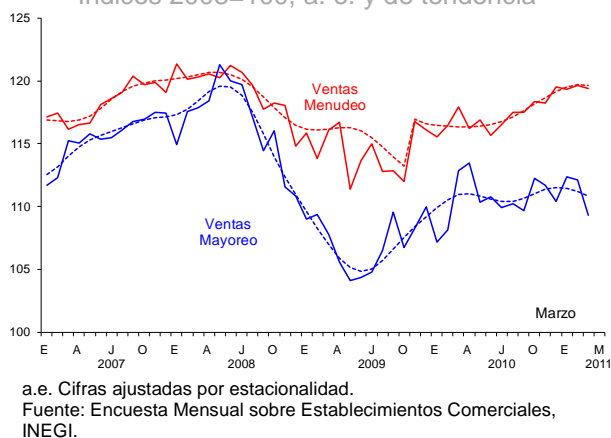
al menudeo y al mayoreo de los establecimientos comerciales del país (Gráfica 12).

Por su parte, los indicadores de producción automotriz sugieren que, en abril pasado, la actividad manufacturera pudiese haber presentado nuevamente una variación relativamente baja. En efecto, en abril la producción de la industria automotriz terminal mexicana mostró una caída de 7.8 por ciento respecto al mismo mes de 2010 (la primera reducción anual en los últimos dieciocho meses), lo cual en parte refleja el efecto de los desastres naturales que sufrió Japón sobre la cadena productiva de las ensambladoras ubicadas en México.

Gráfica 11
Actividad Industrial
Índice 2003=100, a. e.



Gráfica 12
Ventas en Establecimientos Comerciales
Índices 2003=100, a. e. y de tendencia



Los resultados anteriores no necesariamente indican un cambio de tendencia en los niveles de actividad y, en particular, algunos de ellos

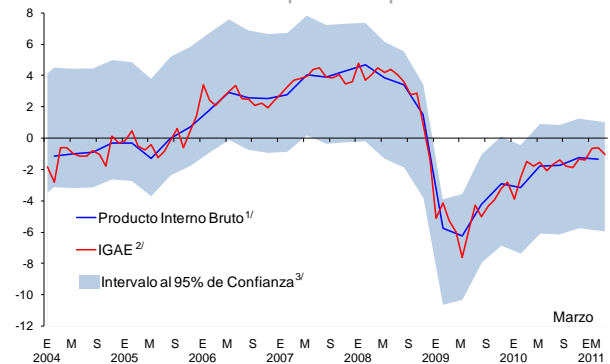
responden a factores que afectaron la producción probablemente de manera temporal.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

La moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica ha conducido a que, en los últimos meses, se redujera de manera importante el ritmo al que se venía cerrando la brecha del producto. En particular, los resultados del PIB y del IGAE al primer trimestre de 2011 sugieren que dicha brecha permanece en terreno negativo, si bien en un nivel que no es estadísticamente distinto de cero, y que ésta no presentó un aumento adicional en dicho trimestre (Gráfica 13).

Gráfica 13
Estimación de la Brecha del Producto
Por ciento respecto al potencial



1/ Cifras al primer trimestre de 2011.

2/ Cifras a marzo de 2011.

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

Fuente: INEGI y Banco de México.

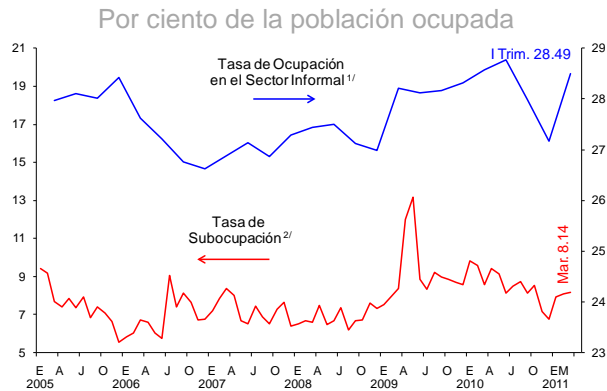
De manera congruente con la evolución más reciente de la brecha del producto, las condiciones prevalecientes en los mercados de los principales insumos sugieren que persiste holgura en la utilización de recursos en la economía, y que ello ha contribuido a que no existan presiones sobre los precios provenientes de la demanda.

En particular, los indicadores más recientes sugieren que persiste lasitud en el mercado de trabajo. En efecto, los indicadores al primer trimestre de las tasas de desempleo y subocupación, así como de la ocupación en el sector informal, permanecieron en niveles relativamente elevados (Gráfica 14 y Gráfica 15). Asimismo, hasta abril del presente año, las empresas manufactureras continuaron sin enfrentar problemas de disponibilidad de mano de

obra calificada para sus procesos productivos (Gráfica 16).

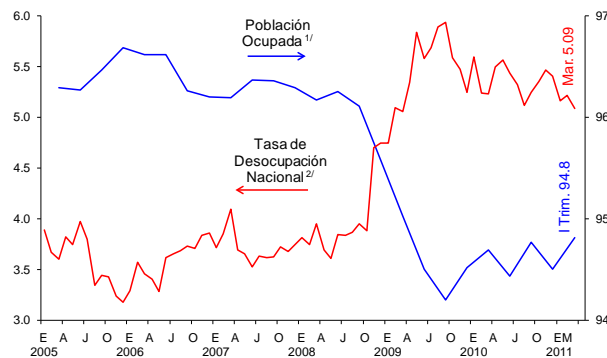
Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, las condiciones en el mercado de trabajo han contribuido a moderar los aumentos salariales. Así, el nivel del ingreso promedio de los empleos que se han generado durante la recuperación de la economía es inferior al de los puestos de trabajo que se perdieron durante la fase recesiva.

Gráfica 14
Tasas de Subocupación y de Ocupación en el Sector Informal



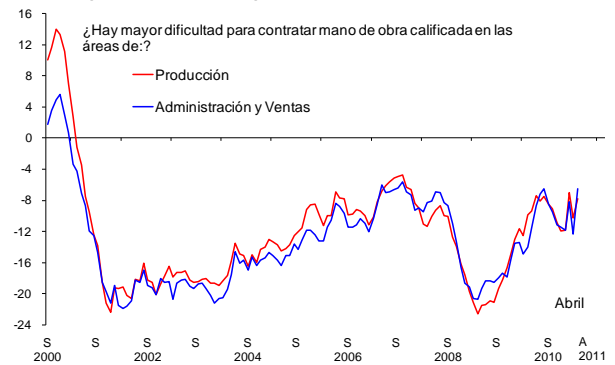
1/Datos desestacionalizados. Cifras al primer trimestre de 2011.
2/Datos desestacionalizados. Cifras a marzo de 2011.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Gráfica 15
Población Ocupada y Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento de la PEA, a. e.



a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.
1/ Cifras la primer trimestre de 2011.
2/ Cifras a marzo de 2011.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

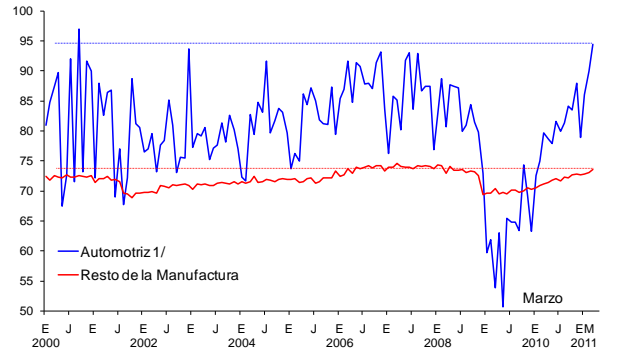
Gráfica 16
Indicador de Holgura en el Mercado Laboral
Promedio móvil de tres meses de los balances de respuestas, excepto los últimos tres meses



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

En lo que corresponde a la utilización del capital, la evolución positiva que ha presentado la actividad económica desde la segunda mitad de 2009 ha conducido a que vaya aumentando el uso de la capacidad productiva del sector manufacturero. Cabe señalar que el sector automotriz presenta niveles de utilización promedio más elevados que el resto del sector. Enfocando el análisis al sector manufacturero no automotriz, se aprecia que el uso de la capacidad instalada permanece en niveles inferiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 17).

Gráfica 17
Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero
Por ciento



1/ Comprende a las empresas ensambladoras de vehículos. Con los datos disponibles a la fecha, este componente no presenta un patrón de estacionalidad definido.
Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero del Banco de México.

El financiamiento total al sector privado no financiero continúa mostrando tasas de crecimiento reales positivas, en congruencia con la fase del ciclo por la que atraviesa la economía y

con el aumento en la demanda de capital. Sin embargo, dichas tasas aún se encuentran por debajo de las observadas antes de la crisis, y tanto el nivel como el ritmo de crecimiento de dicho financiamiento todavía son reducidos en comparación con los registrados en otras economías emergentes. Estos factores sugieren que la evolución del financiamiento dista de reflejar un problema de sobrecalentamiento en la economía y no apuntan a presiones sobre las tasas de interés, constituyéndose como un importante apoyo para la reactivación de la economía.

El crecimiento de la actividad económica desde la segunda mitad de 2009 se ha reflejado en una recuperación de las importaciones. No obstante, el dinamismo de las exportaciones ha contribuido a que el saldo de la balanza comercial resulte superavitario en el periodo enero-abril de 2011 y, por ende, a que el déficit de la cuenta corriente se mantenga en niveles moderados. Así, el comportamiento más reciente de las transacciones de México con el resto del mundo también sugiere que la economía no se encuentra en una situación donde la absorción pudiera estar corriendo el riesgo de alcanzar niveles excesivos.

Por su parte, las expectativas de inflación para los diferentes horizontes han permanecido ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de inflación de 3 por ciento. Incluso, en algunas encuestas recientes, la media de las expectativas de los analistas económicos para el corto y mediano plazo ha mostrado ligeras disminuciones, pasando las correspondientes al cierre de 2011 de 3.9 a 3.8 por ciento, y para el cierre de 2012 de 3.8 a 3.7 por ciento.

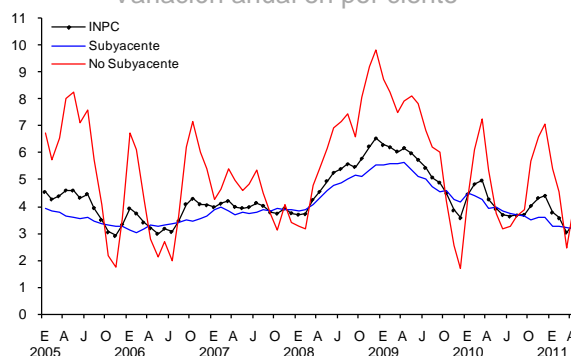
2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

Durante 2011 la inflación observada ha sido menor a la esperada al finalizar el año previo. La evolución de la inflación subyacente, que refleja en mayor medida la tendencia de mediano plazo de la inflación, ha mostrado una continua trayectoria a la baja. En la canasta subyacente del INPC la reducción de la inflación ha sido generalizada (en la primera quincena de mayo 72 por ciento de dicha canasta registró una variación anual en sus precios igual o menor a 4 por ciento, y 43 por ciento de la misma canasta presentó variaciones anuales en sus cotizaciones iguales o menores a 2 por ciento). En la primera quincena de mayo de 2011 la inflación general anual fue 3.29 por ciento

y la inflación subyacente anual fue 3.07 por ciento (Gráfica 18 y Cuadro 1).

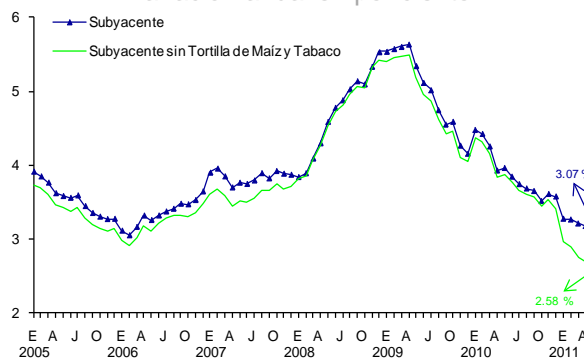
El descenso de la inflación subyacente fue impulsado por todos los grupos de bienes y servicios que conforman a este indicador, exceptuando al de los alimentos, bebidas y tabaco. La inflación de este último grupo fue afectada por los incrementos registrados en los precios de la tortilla de maíz y del tabaco. En particular, si se excluyera del cálculo de la inflación subyacente a estos dos genéricos, esta variable habría exhibido una mayor caída, alcanzando en la primera quincena de mayo de 2011 un nivel de 2.58 por ciento (Gráfica 19).

Gráfica 18
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

Gráfica 19
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

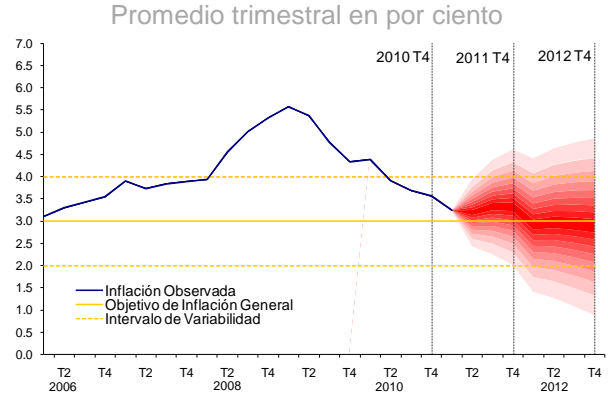
Al considerar todo lo anterior, el pronóstico sobre la inflación se mantiene sin cambios para los próximos dos años. Así, se estima que en 2011 la inflación general anual convergirá a niveles congruentes con la meta de inflación de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento, para mantenerse en 2012 en esos

niveles. En este sentido, resulta importante resaltar que la trayectoria de la inflación general anual con una mayor probabilidad de ocurrencia se encuentra entre 3 y 4 por ciento durante todo el horizonte de pronóstico (esto se representa con el color rojo intenso en la Gráfica 20). En lo que se refiere a la inflación subyacente, la trayectoria que tiene mayor probabilidad de suceder se ubica entre 3 y 3.5 por ciento para 2011, y para 2012, se espera que ésta se sitúe en niveles ligeramente menores a 3 por ciento (Gráfica 21).

Entre los riesgos a los que se encuentra sujeto el pronóstico sobre la inflación, ilustrados en las gráficas de abanico, destacan en particular los siguientes:

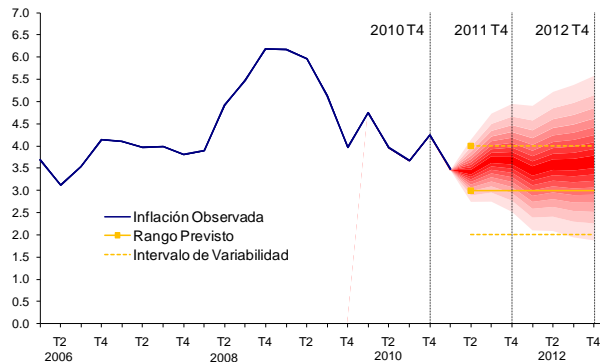
- (i) La evolución de los precios internacionales de las materias primas, en especial del maíz y trigo que permanecen en niveles elevados.
- (ii) La volatilidad en el tipo de cambio.
- (iii) El dinamismo de la economía nacional y la velocidad con la que se pueda reducir la holgura en la economía.

Gráfica 21
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}



1/ La Gráfica de Abanico (Fan Chart) muestra la probabilidad de ocurrencia de los pronósticos de inflación subyacente anual para el horizonte de tiempo pronosticado. El área más oscura representa la proyección con mayor probabilidad de ocurrencia. Las bandas de cada lado del mismo color pero con tonalidades más claras van acumulando en conjunto 10 por ciento de probabilidad así sucesivamente hasta acumular el 90 por ciento de probabilidad.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 20
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}



1/ La Gráfica de Abanico (Fan Chart) muestra la probabilidad de ocurrencia de los pronósticos de inflación general anual para el horizonte de tiempo pronosticado. El área más oscura representa la proyección con mayor probabilidad de ocurrencia. Las bandas de cada lado del mismo color pero con tonalidades más claras van acumulando en conjunto 10 por ciento de probabilidad así sucesivamente hasta acumular el 90 por ciento de probabilidad.
Fuente: Banco de México.

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

Concepto	Marzo 2011	Abril 2011	Mayo 2011 1a Qna
Índice General	3.04	3.36	3.29
Subyacente	3.21	3.18	3.07
Mercancías	3.97	4.07	4.01
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.55	5.98	6.11
Mercancías no Alimenticias	2.75	2.60	2.39
Servicios	2.57	2.44	2.30
Vivienda	2.10	2.19	2.14
Educación (colegiaturas)	4.46	4.47	4.43
Otros servicios	2.34	1.93	1.67
No Subyacente	2.46	3.90	3.82
Agropecuarios	-1.69	3.70	4.40
Frutas y Verduras	-6.36	5.71	7.39
Pecuarios	1.86	2.33	2.62
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	4.96	4.04	3.53
Energéticos	5.96	5.00	4.29
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.27	2.62	2.83

Fuente: Banco de México.

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

Durante la sesión hubo un nutrido intercambio de opiniones entre todos los asistentes sobre los temas tratados en ella. A continuación se presentan las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno con derecho a voto (el Gobernador y los Subgobernadores del Banco de México) respecto a la decisión de política monetaria.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la actividad económica en México continúa expandiéndose, aún cuando a finales del primer trimestre del año mostró una desaceleración. En cuanto a la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta hizo referencia a que en los últimos meses su evolución ha sido favorable y destacó que a pesar de que recientemente algunos factores de riesgo al alza para la misma se han mitigado, éstos permanecen vigentes.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que el crecimiento para la economía mundial así como sus perspectivas se han moderado recientemente. Sin embargo, un miembro de la Junta mencionó que a pesar de la ligera moderación reciente, el crecimiento promedio global esperado se mantiene robusto por arriba de 4 por ciento, que el crecimiento esperado para la economía norteamericana continúa por arriba de lo que se anticipaba en diciembre pasado y que inclusive la Reserva Federal ha señalado que parte de la desaceleración observada en dicha economía

durante el primer trimestre obedeció a factores transitorios asociados al clima y al gasto en defensa. Al respecto, la mayoría de los miembros de la Junta hizo referencia a que las expectativas de crecimiento para las principales economías avanzadas se han revisado a la baja. Un miembro de la Junta mencionó que el balance de la información más reciente para la actividad económica en Estados Unidos es a la baja. Otro miembro de la Junta destacó la debilidad del consumo y de las exportaciones netas en dicha economía. Otro miembro de la Junta señaló que la revisión a la baja en la actividad económica en Estados Unidos ya tuvo lugar durante el primer trimestre de 2011. Adicionalmente, mencionó que si bien los indicadores de pedidos de los gerentes de compras a nivel nacional y regional siguen en fase de expansión, éstos se han reducido.

Algunos miembros de la Junta hicieron referencia a que el panorama para la actividad económica mundial también se está viendo afectado por la débil situación económica que prevalece en Japón a raíz de los desastres naturales recientemente ocurridos en dicho país. En cuanto a la situación en Europa, la mayoría de los miembros de la Junta manifestó que la incertidumbre asociada a la frágil situación fiscal y financiera en algunas economías de la región representa un factor que limita el crecimiento económico mundial. En lo que se refiere a las economías emergentes, algunos miembros de la Junta mencionaron que en varias de éstas ya se encuentran señales de sobrecalentamiento, lo que

sugiere que el ritmo de crecimiento que han presentado difícilmente será sostenible.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la economía mundial enfrenta importantes riesgos. Entre éstos se destacó la incertidumbre que prevalece en cuanto a la sostenibilidad que pueda presentar la recuperación del gasto privado en Estados Unidos, una vez que se desvanezca el estímulo de las políticas fiscal y monetaria. Sin embargo, un miembro de la Junta mencionó que la recuperación cíclica de la economía de Estados Unidos desde mediados de 2009 se ha basado principalmente en el gasto privado, en particular en el consumo, con una contribución nula del gasto público, lo que parece confirmar su relativa sostenibilidad. A este respecto, un miembro de la Junta agregó dos consideraciones. En primer lugar, que la inyección del estímulo fiscal en la economía se ha dado a lo largo del tiempo y ha sido de magnitud considerable, por lo que no es de sorprender que éste se vaya reduciendo y que, en el margen, la contribución adicional del gasto público al crecimiento económico sea menor que en trimestres previos. No obstante, más allá de la contabilidad gubernamental en un trimestre en particular, lo anterior no significa que la actividad productiva no sea extraordinariamente dependiente del estímulo fiscal. Adicionalmente, aclaró que el estímulo provisto a través de medidas fiscales, que ha sido una herramienta fundamental en el sustento del consumo privado, no se contabiliza totalmente como gasto público en consumo o inversión. En segundo lugar, señaló que gran parte del estímulo también se implementó a través de otros canales como la política monetaria, complementada con programas de compras de activos por parte de la Reserva Federal, lo que probablemente evitó que hubiera una disrupción en la actividad económica mucho mayor de la que se dio. Otro miembro de la Junta señaló que después del anuncio del paquete de apoyo fiscal a finales de 2010, se observó un incremento en las expectativas de crecimiento para la economía norteamericana. Al respecto, un miembro de la Junta replicó que la dependencia del gasto privado al estímulo fiscal no es clara y apuntó que en relación con el paquete de apoyo fiscal de 2010 en Estados Unidos, el temor en la población era de un aumento permanente en las tasas impositivas marginales y agregó que los beneficios fiscales orientados al consumo tienen un efecto en el producto transitorio y muy débil. Otro miembro de la Junta aclaró que los estímulos propuestos en el paquete fiscal de 2010 no consistieron únicamente en un tema marginal de impuestos, sino que también incluyó subsidios a la inversión, entre otras cosas. Un miembro de la Junta mencionó que el

punto relevante es si el gasto privado es o no dependiente de las políticas de estímulo fiscal, monetario y financiero, y no la efectividad de la política fiscal en particular.

Un miembro de la Junta señaló que, con independencia del efecto transitorio que pueda tener la política fiscal, la débil situación estructural de la economía de Estados Unidos podría dar lugar a una situación de atonía en la economía mundial por varios años. En este sentido, la mayoría de los miembros de la Junta resaltó la debilidad que continúa observándose en el mercado laboral y en el mercado de vivienda, así como el importante endeudamiento de los hogares. Incluso, un miembro de la Junta destacó que en el mercado de vivienda, lejos de observarse una mejoría, continúa presentándose un deterioro. Adicionalmente, otro miembro de la Junta señaló que, en general, algunas de las principales economías avanzadas están transitando a un nuevo equilibrio, en donde posiblemente en los siguientes años la tasa de crecimiento del gasto sea menor que la que presentaron previo a la crisis.

Otro riesgo señalado por la mayoría de los miembros de la Junta se refiere a los crecientes cuestionamientos respecto a la viabilidad de los ajustes fiscales que son necesarios en algunas economías de Europa. Al respecto, se mencionó que ante la magnitud de dichos ajustes, el respaldo político y social es cada vez menor y que inclusive se han venido acrecentando los desacuerdos entre algunos de los países de la zona del euro. En este contexto, se destacó el riesgo de contagio que esta situación representa para otras economías de Europa y de otras regiones a través de posibles problemas en los mercados financieros.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que el panorama de menor dinamismo en la actividad económica a nivel mundial se ha visto reflejado en la disminución recientemente observada en los precios internacionales de las materias primas. Un miembro de la Junta mencionó que a dicha disminución, también ha contribuido una menor incertidumbre sobre posibles desabastos derivados de una percepción de menores tensiones geopolíticas en la zona de Oriente Medio y el Norte de África. Algunos miembros de la Junta señalaron que la caída en las cotizaciones internacionales de los granos ha sido moderada que en el caso de otras materias primas. A su vez, un miembro de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que a pesar de la disminución reciente en las cotizaciones internacionales de los granos, éstas

permanecen en niveles históricamente elevados, particularmente en el caso del maíz.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que las perspectivas de menor crecimiento económico, junto con menores precios de materias primas, han mejorado el panorama para la inflación a nivel mundial. Un miembro de la Junta mencionó que dicha mejora es más evidente para las economías industrializadas. Otro miembro de la Junta destacó que no obstante las presiones sobre la inflación que se han venido experimentando, la diferencia entre la inflación actual y el objetivo de inflación (brecha de inflación) en la mayoría de las economías (avanzadas y emergentes) es considerablemente menor que los niveles que dichos indicadores habían alcanzado antes de la crisis financiera global. No obstante, un miembro de la Junta mencionó que en Estados Unidos prácticamente se han disipado los temores de deflación, ello evidenciado por el hecho de que la inflación general y subyacente han mostrado una tendencia moderadamente alcista, que el porcentaje de genéricos que registran caídas anuales en sus precios se ubica actualmente en niveles mínimos de los últimos 5 años y que las proyecciones de inflación de la Reserva Federal se han incrementado. Al respecto, otro miembro de la Junta comentó que el deterioro en las perspectivas de inflación en Estados Unidos se ha concentrado en el horizonte de corto plazo debido principalmente al efecto del alza en las materias primas y resaltó que existe evidencia de que el traspaso de los precios de las materias primas sobre la inflación es reducido en el largo plazo.

Algunos miembros de la Junta señalaron que ante la coyuntura descrita, se anticipa que en las principales economías avanzadas continúe prevaleciendo una postura monetaria acomodaticia por un periodo prolongado. Inclusive, se hizo referencia a que en las últimas semanas se ha venido postergando la fecha en que los participantes en los mercados prevén que se incrementen las tasas de interés de política monetaria en Estados Unidos y Reino Unido, y en menor medida en la zona del euro. Un miembro de la Junta destacó que lo anterior no significa que las autoridades correspondientes no estarán alertas acerca de la inflación pero, sin lugar a dudas, dados los riesgos para la recuperación económica, se anticipa prudencia en la corrección de su postura monetaria. Por otra parte, un miembro de la Junta mencionó que el aumento en la inflación, en muchos casos por arriba de su meta, ha llevado a los bancos centrales a incrementar sus tasas de interés. Sin embargo, algunos miembros de la Junta

señalaron que los aumentos en las tasas de interés de referencia en algunas economías emergentes obedecen a que éstas se encuentran en una fase del ciclo económico en la cual es necesario tomar medidas correctivas, que en muchos casos ha implicado simplemente el retiro de las políticas expansionistas que se adoptaron en el pasado.

Un miembro de la Junta destacó que el entorno de menor crecimiento para la economía mundial, la mejora en el panorama para la inflación y la perspectiva de una política monetaria expansionista en las principales economías avanzadas por un mayor periodo, se vieron reflejadas en una disminución en las tasas de interés de mayor plazo en Estados Unidos y en otras economías. Por otra parte, algunos miembros de la Junta manifestaron su preocupación por el aumento que recientemente se ha observado en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales a raíz del agravamiento de la situación económica en Europa.

En lo que se refiere a la economía mexicana, todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en México continúa expandiéndose, si bien durante el primer trimestre mostró una moderación en su ritmo de crecimiento, especialmente en marzo. Algunos miembros de la Junta mencionaron que la desaceleración observada dio lugar a que el indicador de brecha de producto dejara de cerrarse y que, de confirmarse un menor ritmo de crecimiento económico, la velocidad con la que se reduzca la holgura en la economía podría ser menor a la que se tenía prevista. Un miembro de la Junta hizo referencia a la ampliación de la brecha de producto que tuvo lugar en el primer trimestre de 2011. No obstante, algunos miembros de la Junta destacaron la fortaleza en los indicadores de consumo, de empleo formal y de masa salarial y la reanimación del crédito bancario. En particular señalaron que la fortaleza de dichos indicadores apuntaba a que la desaceleración en el crecimiento pudiera ser temporal. Un miembro de la Junta mencionó que hasta el momento los pronósticos del Instituto Central de crecimiento para la economía mexicana para 2011 y 2012, no tienen un cambio relevante. Otro miembro de la Junta señaló que era prematuro justificar con base en el dato del IGAE de marzo un cambio en el pronóstico de crecimiento para 2011.

Todos los miembros de la Junta hicieron referencia a la evolución favorable que ha venido registrando la inflación en México. La mayoría de los miembros de la Junta destacó que desde el año pasado la evolución de la inflación ha sido mejor a la esperada. Algunos miembros de la Junta agregaron

que la inflación ha venido sorprendiendo positivamente en prácticamente todos los meses del año. Al respecto, un miembro de la Junta destacó que la evolución de la inflación sólo ha sido ligeramente mejor a la esperada y que por esta razón no se ha hecho un cambio relevante en el pronóstico del Instituto Central para los siguientes dos años. Algunos miembros de la Junta señalaron que gradualmente un mayor número de genéricos y de localidades en el país han venido presentando inflaciones por debajo del 4 por ciento. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta destacaron que la inflación subyacente ha venido mostrando una tendencia a la baja por muchos meses. Al respecto, un miembro de la Junta mencionó que el indicador de inflación subyacente, sin considerar el efecto de los genéricos de la tortilla y el tabaco, se ubica claramente por debajo de 3 por ciento, que la inflación del subíndice subyacente de servicios se encuentra por debajo de 2.5 por ciento, y que la inflación del subíndice subyacente de los servicios distintos a la vivienda y a la educación se ubica por debajo de 2 por ciento. Un miembro de la Junta señaló que es desafortunado que de un grupo de 25 economías avanzadas y emergentes, México sea el único caso en donde la inflación se encuentra sistemáticamente por encima de su meta desde 2005 y que ello sugiere la necesidad de una mayor contundencia y efectividad para anclar la inflación en su objetivo. Al respecto, otro miembro de la Junta comentó que era importante señalar que más que el promedio de un periodo, se debe destacar que México es el único caso en donde la brecha de inflación viene cayendo. Un miembro de la Junta replicó que además de México, existen otros casos en los que la brecha de inflación también viene disminuyendo.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la postura de política monetaria ha sido adecuada y ha contribuido al desempeño favorable de la inflación. Asimismo, destacó la holgura que ha prevalecido en la economía como otro factor que ha contribuido a la disminución en la inflación. Al respecto, un miembro de la Junta apuntó que en los mercados de factores de la producción no parecería haber presiones, que el crecimiento del crédito es moderado, que la cuenta corriente muestra que no hay desbalances en términos del ingreso y del gasto de la economía, y que la cuenta de capitales muestra que hay posibilidades holgadas de financiamiento del modesto déficit en la cuenta corriente. Un miembro de la Junta destacó el estrechamiento de los indicadores del mercado laboral, en particular el crecimiento real del salario base de cotización del IMSS y la expansión del empleo formal a niveles superiores a los registrados

antes de la crisis. Algunos miembros de la Junta destacaron que a pesar del crecimiento en el empleo y en los salarios, los costos unitarios de la mano de obra siguen disminuyendo y que éstos pueden ser los que más incidan sobre la evolución de los precios. Adicionalmente, un miembro de la Junta mencionó que la inflación salarial que se observa actualmente es más moderada que la registrada en fases similares en ciclos económicos pasados. Al respecto, algunos miembros de la Junta destacaron la importancia de continuar estudiando las condiciones en el mercado laboral en México a fin de estar en posibilidad de identificar oportunamente presiones en este mercado que pudieran significar un riesgo para la inflación. Algunos miembros de la Junta resaltaron que la evolución de la inflación subyacente de servicios también puede reflejar la disminución en algunos precios en determinadas zonas del país debido a razones asociadas con la inseguridad. Un miembro de la Junta señaló que otro elemento que ha contribuido a la reducción en la inflación radica en que, a pesar de que el ajuste en el precio interno de los energéticos ha sido considerable (aún cuando sigue existiendo una brecha importante entre los precios externos e internos), el traspaso a otros precios ha sido reducido. Otro miembro de la Junta mencionó que la variación ordenada en los precios oficiales de los energéticos ha aislado a la economía de presiones superiores en los precios.

Todos los miembros de la Junta destacaron la importancia que ha tenido el comportamiento del tipo de cambio en la reducción de la inflación y en el limitado traspaso de los incrementos en los precios de las materias primas a ella. En este sentido, un miembro de la Junta mencionó que la reducida volatilidad del tipo de cambio, así como su apreciación, contribuyeron a que la inflación de los precios de los bienes comerciables se redujera.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que otro factor que contribuyó a la disminución de la inflación ha sido el comportamiento favorable en los precios de los productos agropecuarios. Un miembro de la Junta agregó que el efecto estacional a la baja de las tarifas eléctricas en mayo y la disminución en los precios de servicios turísticos también contribuyeron a la disminución de la inflación.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, en general, el entorno macroeconómico permite no anticipar presiones sobre la inflación.

Algunos miembros de la Junta resaltaron los avances que se han venido observando en cuanto a los pronósticos para la inflación, y destacaron que el escenario que se prevé muestra una situación mejor a la que se anticipaba hace algún tiempo. En particular, se destacó que la inflación subyacente se ha venido situando entre 3 y 3.5 por ciento, niveles señalados como aquéllos con mayor probabilidad de ocurrir en las gráficas de abanico del pronóstico del Banco de México dado a conocer en el último Informe sobre la Inflación. Adicionalmente, se mencionó que dicho pronóstico anticipa que la inflación subyacente se mantenga por debajo de 3 por ciento durante la mayor parte de 2012. Por su parte, un miembro de la Junta señaló que el avance hacia la consecución del objetivo de inflación de 3 por ciento para los próximos dos años es relativamente lento y resaltó que el referido objetivo está definido en términos de la inflación general. A este respecto, la mayoría de los miembros de la Junta, consideró que sí ha habido un avance en la consecución del objetivo como lo muestran los resultados positivos de la inflación por un periodo relativamente amplio. Un miembro de la Junta enfatizó inclusive, que era importante reconocer que la mejora en la inflación no era un evento único de este mes o de este año, ya que desde principios del año pasado se ha venido observando una inflación mejor a la que se había estado anticipando.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que las expectativas de inflación han mostrado un comportamiento favorable. Un miembro de la Junta destacó que el promedio de las expectativas de inflación general, para prácticamente todos los horizontes, se mantiene dentro del intervalo de variabilidad de +/- 1 punto porcentual alrededor del objetivo de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, un miembro de la Junta mencionó que todos los indicadores de expectativas de inflación continuaban por arriba del objetivo puntual de 3 por ciento. Otro miembro de la Junta expresó su preocupación respecto a que la reciente reducción en la inflación sea un logro efímero y destacó que a pesar de los buenos datos de inflación, el diferencial entre tasas de interés nominales y reales de largo plazo ha bajado poco y se mantiene en 4 por ciento, por lo que aún tomando en cuenta estimaciones de la prima de riesgo inflacionario, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en estos instrumentos siguen por arriba del objetivo de inflación de 3 por ciento. Por otra parte, aunque reconoció que no es la única fuente de expectativas de inflación, destacó su preocupación por el hecho de que el promedio de las expectativas de inflación para un horizonte de 12 meses hacia adelante, reportado en una de las encuestas, se ubicara por

arriba del intervalo de variabilidad definido alrededor de la meta de inflación. Al respecto, otro miembro de la Junta señaló la importancia de analizar toda la distribución de las expectativas entre una encuesta y otra. Adicionalmente, argumentó que si bien entre la última y la penúltima encuesta no se puede asegurar una mejoría en las expectativas de inflación bajo el criterio de dominancia estocástica, explicado en el pasado Informe sobre la Inflación, el indicador de rango intercuartílico muestra una mejoría. Algunos miembros de la Junta mencionaron que es posible que las sorpresas favorables que la inflación ha venido registrando mes a mes conduzcan a una mejoría en las expectativas de inflación en los siguientes meses. Incluso, un miembro de la Junta destacó que el último dato de inflación para la primera quincena de mayo podría conducir a una mejoría en las perspectivas de inflación de corto plazo.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que si bien la inflación ha venido registrando una evolución favorable, prevalecen riesgos importantes ante los que se deberá permanecer atentos. La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, en el margen, el balance de riesgos para la inflación ha mejorado. Un miembro de la Junta aclaró que aún cuando en el margen se han mitigado los factores de riesgos apuntados en el pasado, todos continúan presentes. Otro miembro de la Junta destacó que en meses pasados, la Junta de Gobierno había reconocido en sus minutas un deterioro en el balance de riesgos de la inflación, por lo que aún cuando la situación actual sea similar a la que se anticipaba a principios de año, ésta muestra una mejoría respecto de los últimos meses. Otro miembro de la Junta señaló que el balance de riesgos para la inflación no ha mejorado y manifestó su preocupación por que varios factores que han propiciado su buen desempeño podrían desaparecer fácilmente en el futuro e incluso revertirse. Algunos miembros de la Junta sugirieron interpretar los resultados favorables de la inflación con cautela puesto que obedecen, en parte, a factores que podrían no repetirse como es el caso del comportamiento de los precios de algunas frutas y verduras. Sin embargo, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó que también hay factores subyacentes importantes que explican la disminución en la inflación y que sugieren que la ganancia en el abatimiento de la inflación es sostenible.

Entre los factores de riesgo para la inflación se hizo referencia al dinamismo de la actividad económica en México. La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la desaceleración que se ha

observado en la economía de Estados Unidos y en sus perspectivas, junto con los riesgos que enfrenta la economía global, apuntan a una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana, que a su vez daría lugar a que la brecha de producto y otros indicadores, que miden la holgura en los mercados de factores, podrían cerrarse menos rápido que lo previsto. Sin embargo, un miembro de la Junta manifestó su preocupación por la evolución de la brecha de producto como factor de riesgo para la inflación. Otro miembro de la Junta mencionó que con independencia de que cualquier indicador económico es imperfecto y que no debe tomarse de manera aislada ni como una señal para tomar una decisión de manera mecánica, el conjunto de estadísticas usadas para medir la holgura apunta, en general, hacia cierto estrechamiento con la continuación del crecimiento económico y descarta una ampliación evidente de dicha holgura. Señaló como ejemplo el indicador de utilización de la capacidad instalada manufacturera, acerca del cual mencionó que actualmente supera los niveles registrados previos a la crisis para la industria automotriz y que es similar a dichos niveles para el resto de las manufacturas.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló la evolución del tipo de cambio como otro elemento de riesgo para la inflación. En particular, destacó su preocupación por la posibilidad de que un desenlace desfavorable de la situación económica en Europa pudiera dar lugar a una tendencia hacia la depreciación de la moneda nacional, que eventualmente signifique presiones al alza para la inflación. Al respecto, un miembro de la Junta destacó que la apreciación que se ha observado en el tipo de cambio parecería ser fundamental y duradera. Asimismo, señaló que el peso mexicano es una de las monedas de países emergentes que han mostrado una menor apreciación. Además, mencionó que si bien no se puede descartar que un episodio de turbulencia en los mercados financieros derivado de problemas en Europa tenga un impacto sobre el tipo de cambio, en su opinión el efecto tendería a ser de corto plazo porque las condiciones de la economía mexicana son mucho mejores que en Europa. Destacó que México cuenta con finanzas públicas sanas, una política monetaria conducente a la estabilidad de precios, un sistema bancario bien capitalizado y no se tienen problemas de balanza de pagos, todos factores que van a estar anclando, en términos relativos, el comportamiento del tipo de cambio hacia adelante.

Otros factores de riesgo señalados por la mayoría de los miembros de la Junta son los precios internacionales de las materias primas, en particular

de los energéticos y de los granos, por los efectos que éstos pudieran tener sobre la inflación en México. Al respecto, señalaron que las brechas entre los precios internacionales de algunos combustibles y los nacionales han ido en aumento y de mantenerse su costo fiscal podría requerir mayores ajustes a los previstos en los correspondientes precios en el futuro, en particular de la gasolina. Al respecto, un miembro de la Junta señaló que el referido costo fiscal ya ha sido absorbido y que hacia adelante lo que importa es lo que suceda con la brecha entre los precios externos e internos, que inclusive en los últimos días, con la reciente disminución en los precios internacionales de las materias primas, ha venido disminuyendo y se percibe que ésta pudiera ya haber comenzado a ceder. Otro miembro de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que a pesar de que los precios internacionales de los granos han mostrado una disminución, éstos permanecen en niveles elevados. Señaló, además, que los altos precios de los granos castigan más a países en vías de desarrollo y continúan siendo un importante riesgo para la evolución de sus inflaciones.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó la evolución de los precios agropecuarios, en particular de las frutas y verduras, como un factor de riesgo adicional para la inflación. Se mencionó que de la disminución reciente en la inflación, la parte atribuible a la reducción atípica de las últimas semanas en los precios de algunas frutas y verduras se podría revertir en los siguientes meses.

En adición a lo anterior, un miembro de la Junta destacó que entre los riesgos que enfrenta la inflación es importante tener en cuenta que, como se mencionó, las expectativas de inflación para todos los plazos se ubican por arriba del objetivo permanente de 3 por ciento. Además mencionó que los pronósticos de inflación sugieren que en los siguientes meses la inflación general anual presentará un aumento respecto del nivel en el que se encuentra actualmente.

Un miembro de la Junta manifestó la importancia de que en las comunicaciones del Instituto Central se destaquen los avances en materia de inflación cuando sea el caso. Así, ante la coyuntura actual, sugirió acompañar la decisión de política monetaria de un mensaje en el que se expongan los avances en materia de inflación. Al respecto, un miembro de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que el destacar los avances en la convergencia de la inflación hacia su meta, cuando ésta todavía no ha sido alcanzada en plenitud, pueda ser interpretado como una señal de complacencia por

parte del Instituto Central. Inclusive, mencionó que tal situación pudiera significar un aumento en el costo de que la inflación converja de una vez por todas al objetivo de 3 por ciento. Al respecto, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en la importancia de transmitir, de manera equilibrada y simétrica, los avances en el terreno de la inflación. Esto, considerando el efecto que pudiera tener sobre las expectativas de los agentes económicos, sobre la formación de precios en la economía y, eventualmente, sobre el costo de lograr la convergencia de la inflación a su meta de 3 por ciento. En particular, se destacó que las expectativas de inflación dependen tanto de las acciones, como de la comunicación del Banco Central con el público en general y con los participantes en los mercados financieros. En ese sentido, se mencionó que el reconocer los logros de la inflación puede reducir los costos de alcanzar la meta de 3 por ciento. Finalmente, todos los miembros de la Junta coincidieron en que es importante que en las comunicaciones del Banco Central se transmita un mensaje equilibrado donde, por un lado, se destaquen los avances que son sostenibles y que desde hace algún tiempo se han venido observando en términos de inflación y, por otro, se enfatice que aún quedan retos importantes para lograr la convergencia de la inflación general hacia el objetivo permanente de 3 por ciento.

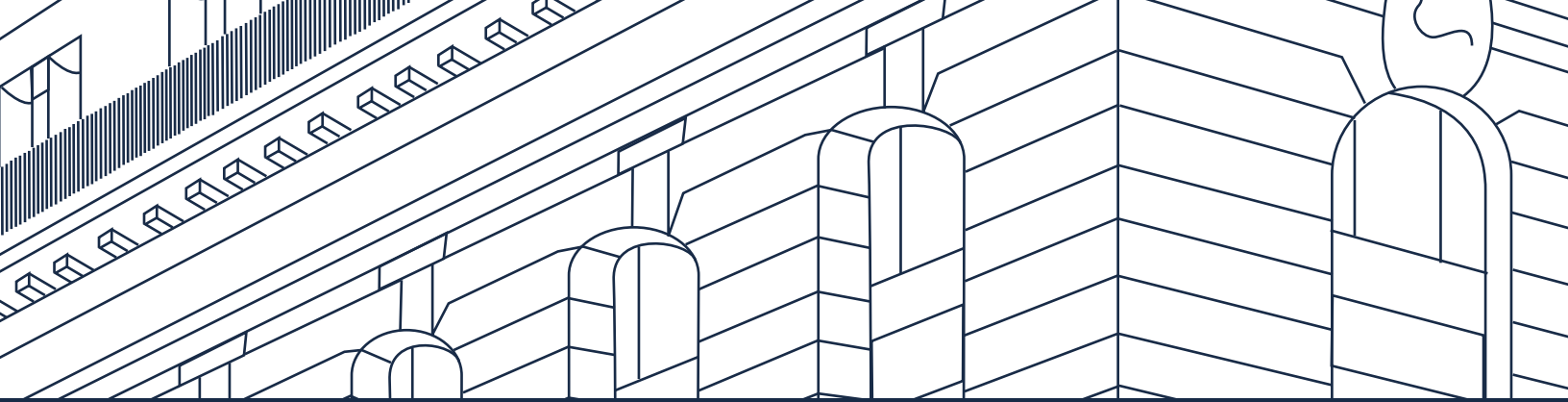
En adición a lo anterior, algunos miembros de la Junta mencionaron que era importante acompañar la decisión de política monetaria con un mensaje claro acerca de la determinación del Instituto Central de alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento y de que la Junta se mantendrá alerta para tomar acciones preventivas para asegurar la consolidación de la estabilidad de precios, en congruencia con la recuperación económica en marcha, la salud de las finanzas públicas y la mejora en los salarios reales.

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.

Asimismo, dicho Órgano Colegiado decidió continuar vigilando el comportamiento de las expectativas de inflación, la brecha del producto y, con especial atención, los precios de los granos y de otras materias primas, así como diversos

determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Así, en caso de que, a juicio de la Junta, esta última eventualidad se materialice, el Instituto Central ajustará oportunamente la postura monetaria para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 10 de junio de 2011

