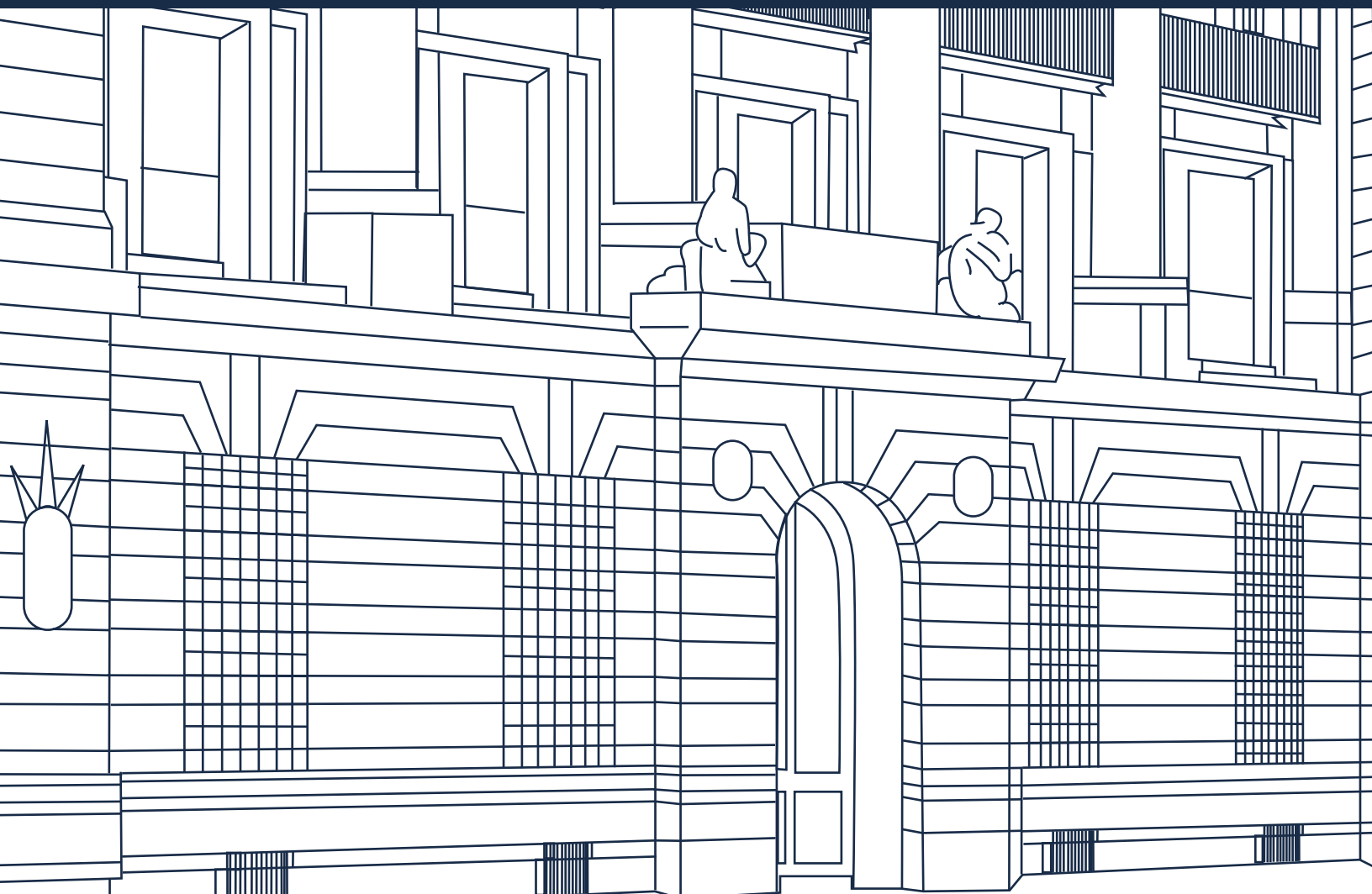




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 11

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 27 de abril 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: 26 de abril de 2012.

1.3. Asistentes:

Dr. Agustín Guillermo Carstens Carstens, Gobernador y presidente de la sesión.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. José Julián Sidaoui Dib, Subgobernador.

Lic. 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.

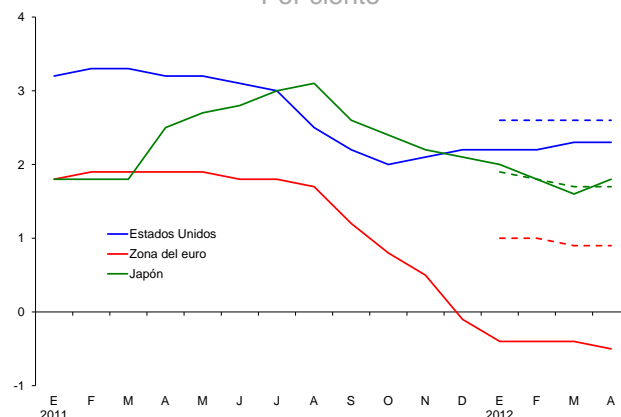
2.1. Perspectiva económica internacional

Las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial y la confianza en los mercados financieros internacionales mostraron una ligera mejoría en los últimos meses, si bien se acentuaron las diferencias entre regiones. No obstante, la renovada incertidumbre en los mercados de deuda soberana en algunas economías de la zona del euro y la debilidad del sistema financiero europeo resaltan la existencia de importantes riesgos a la baja.

Para 2012, los pronósticos de crecimiento para la economía de Estados Unidos se han incrementado marginalmente en lo que va del año, en tanto que los de la zona del euro registran un deterioro adicional. En ambos casos se anticipa que en 2013 el crecimiento será mayor que el esperado para

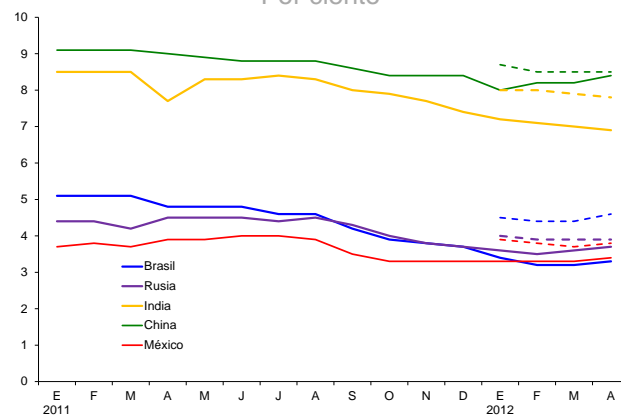
2012 (Gráfica 1). Por su parte, las perspectivas para las principales economías emergentes también mostraron una mejoría en las últimas semanas, después de la disminución que se había visto en los meses anteriores (Gráfica 2).

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



Nota: Las líneas sólidas se refieren a los pronósticos para 2012 y las punteadas a los pronósticos para 2013.
Fuente: Blue Chip.

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

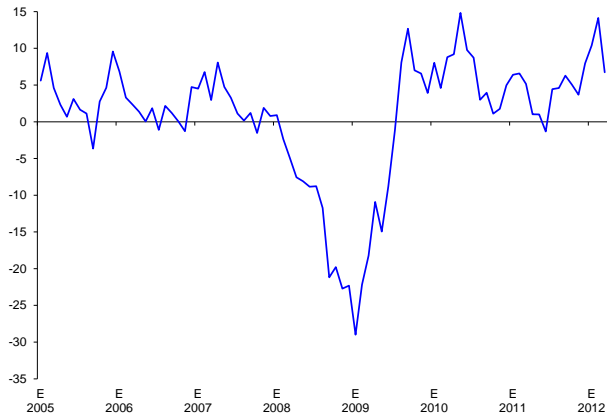


Nota: Las líneas sólidas se refieren a los pronósticos para 2012 y las punteadas a los pronósticos para 2013.
Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos, diversos indicadores de la producción y el empleo mejoraron en el primer trimestre del año, apuntando hacia una recuperación moderada de la actividad económica. Al respecto, la producción industrial, y en particular la del sector manufacturero, ha continuado creciendo a pesar de la desaceleración de la demanda externa y la menor acumulación de inventarios (Gráfica 3).

Gráfica 3
EUA: Producción Manufacturera

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

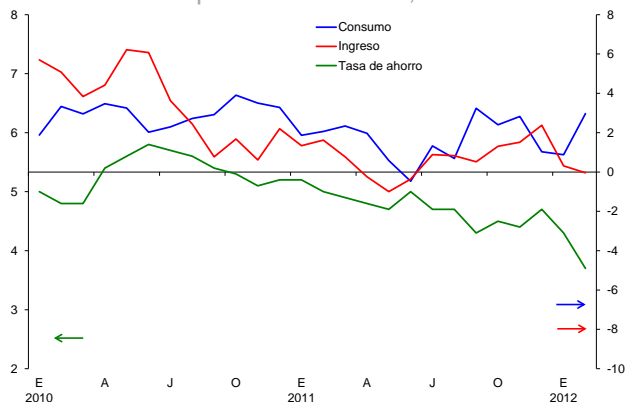


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Federal Reserve.

Por su parte, el crecimiento del consumo privado en términos reales tuvo una desaceleración en diciembre y enero pero repuntó en febrero, alcanzando una tasa de crecimiento de tres meses anualizada de 3.0 por ciento (Gráfica 4). En contraste, el incremento del ingreso personal disponible (IPD) se debilitó en los dos primeros meses del año. De esta forma, el crecimiento del consumo siguió apoyado en una reducción significativa en la tasa de ahorro, la cual disminuyó por debajo de 4 por ciento del IPD por primera vez desde 2009.

Gráfica 4
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.



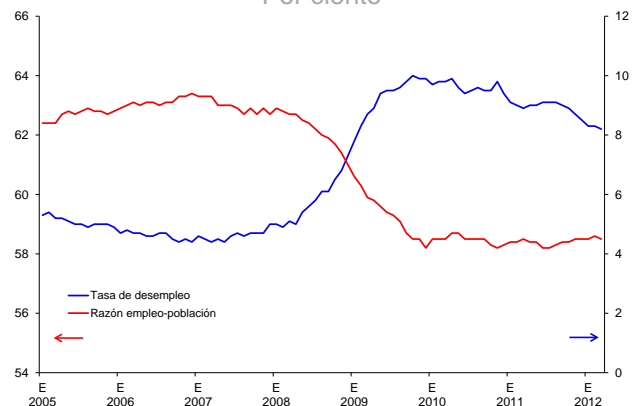
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

Considerando que los hogares continúan en un proceso de saneamiento de sus balances y que persiste la debilidad en los precios de la vivienda,

no parecería que el consumo pueda seguir creciendo basado en mayores disminuciones de la tasa de ahorro. La recuperación del consumo no será sostenible sin una mejoría en las condiciones laborales y en la confianza de los consumidores.

A su vez, el mercado laboral ha registrado señales de recuperación. La tasa de desempleo continuó reduciéndose al pasar de 8.3 por ciento en febrero a 8.2 por ciento en marzo. No obstante, ello se debió principalmente a una nueva disminución de la tasa de participación (la razón de empleo a población decreció en 0.1 puntos porcentuales a 58.5 por ciento en marzo) (Gráfica 5). Además, la nómina no agrícola aumentó en sólo 120 mil plazas en marzo, un ritmo por debajo del promedio de 246 mil en los tres meses previos. Es probable que mejoras adicionales en los indicadores laborales requieran de una expansión de la actividad económica más sustancial que la ocurrida en meses recientes.

Gráfica 5
EUA: Tasa de Desempleo y Razón Empleo-Población
Por ciento



Nota: La tasa de desempleo se encuentra en por ciento de la fuerza laboral, mientras que la de participación de la fuerza laboral se encuentra en por ciento de la población civil.
Fuente: BLS.

En adición a lo anterior, prevalece la incertidumbre en torno al proceso de consolidación fiscal. De no alcanzarse un acuerdo en el Congreso de Estados Unidos para extender algunas de las medidas de estímulo o posponer ciertos recortes previstos en el gasto a partir de 2013, se podría generar un significativo debilitamiento en la recuperación económica de aquel país. Así, existe el reto de lograr una consolidación fiscal que no afecte la recuperación económica y que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

Un riesgo adicional a la recuperación de la actividad económica en Estados Unidos es un posible incremento adicional en los ya elevados precios internacionales del petróleo, lo cual podría debilitar la evolución de la demanda agregada, en particular del consumo privado y de la inversión en capital.

En Europa continúa observándose un círculo de retroalimentación negativa entre la actividad económica, la debilidad del sistema financiero y la vulnerabilidad fiscal. Así, la actividad económica en la región siguió mostrando debilidad en el primer trimestre del año y las diferencias entre las economías de la región se acentuaron. El deterioro de la confianza del consumidor repercutió negativamente en el crecimiento de la demanda interna. La actividad en la zona del euro también se vio afectada por la baja disponibilidad de crédito por parte de las instituciones financieras ante los mayores requerimientos de capital, sus elevadas necesidades de financiamiento y las débiles perspectivas de crecimiento.

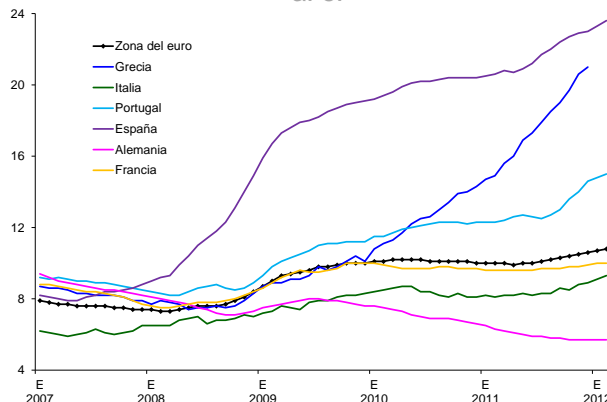
Para el año en su conjunto, se proyecta una disminución del producto de la región de 0.3 por ciento.¹ Por países, contrasta el crecimiento positivo esperado para Alemania y Francia (0.6 y 0.5 por ciento, respectivamente), con las contracciones anticipadas para Italia y España (-1.9 y -1.8 por ciento, respectivamente).

En este contexto, la tasa de desempleo en varios países alcanzó niveles sin precedente (Gráfica 6). El deterioro del mercado de trabajo en la zona del euro ha contribuido a su vez a mantener la confianza del consumidor en niveles muy bajos.

El incremento reciente en los indicadores de riesgo soberano de algunas economías de la región refleja la incertidumbre sobre la capacidad de estos países para implementar las políticas de ajuste fiscal acordadas y el poco margen de maniobra de sus autoridades para asegurar su sostenibilidad (Gráfica 7). Así, las medidas del Banco Central Europeo (BCE), los esfuerzos por recapitalizar a las instituciones financieras, los programas de consolidación fiscal y el aumento de recursos a los fondos de estabilización en Europa, a pesar de ser avances en la dirección correcta, no parecen ser percibidos por el mercado como una solución definitiva.

Gráfica 6
Zona del Euro: Tasa de Desempleo

Por ciento de la población económicamente activa, a. e.

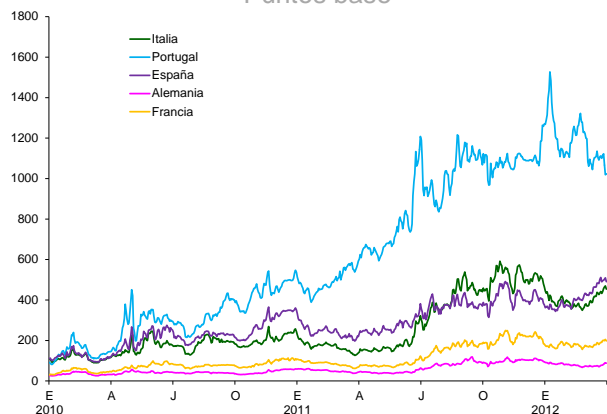


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

Gráfica 7
Zona del Euro: Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito^{1/}

Puntos base

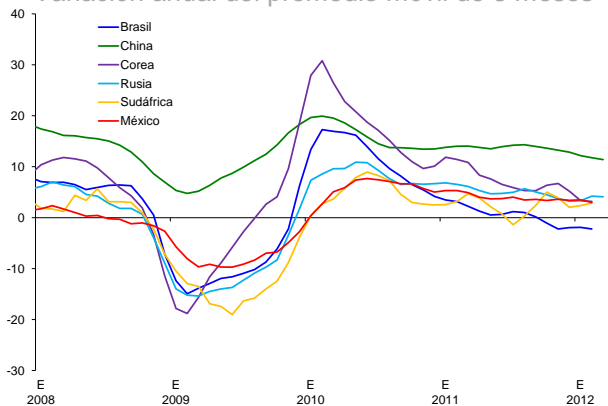


1/ Se refiere al *Credit Default Swap* para bonos soberanos a 5 años. Fuente: Bloomberg.

En la mayoría de las economías emergentes, el crecimiento ha seguido moderándose, tanto por una menor demanda interna como por una demanda externa menos favorable. Lo anterior se ha reflejado en una continua desaceleración de la tasa de crecimiento de la producción industrial (Gráfica 8). En particular resalta que la variación anual del promedio móvil de tres meses de este indicador para el caso de Brasil se encuentra en terreno negativo desde hace varios meses. Además, la debilidad de la actividad económica en las economías avanzadas se ha reflejado en una reducción en el ritmo de crecimiento de las exportaciones de las economías emergentes.

¹ World Economic Outlook (WEO), Fondo Monetario Internacional (FMI), abril 2012. Cabe señalar que en su WEO Update de enero del mismo año, el FMI proyectaba una contracción de la zona del euro de 0.5 por ciento.

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



Fuente: Haver Analytics, Bloomberg, Oficinas de Estadística Nacionales

En lo que concierne a la inflación, las expectativas de los analistas continúan anticipando en la mayoría de los países niveles de inflación para 2012 y 2013 menores que los observados en 2011. Ello como resultado del menor ritmo de actividad económica y de la mayor estabilidad esperada de los precios de los productos primarios. En este contexto, se prevé que prevalezcan posturas de política monetaria acomodaticias tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes. No obstante, persiste el riesgo de que un aumento en el precio internacional del petróleo derivado de un nuevo agravamiento de los problemas geopolíticos en Medio Oriente pudiera tener efectos de corto plazo sobre la inflación.

En Estados Unidos, persistió la tendencia a la baja de la inflación general anual en los primeros meses de 2012. Así, la inflación se situó en 2.7 por ciento en marzo, comparada con 2.9 por ciento en febrero. A lo anterior contribuyeron efectos favorables de base, que más que compensaron los recientes incrementos en los precios de la gasolina. Se espera que el impacto de estos incrementos de los precios de la gasolina y en los de algunos alimentos, como ha sucedido en ocasiones anteriores, se disipe con el paso de los meses. En su reunión de política monetaria de abril, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su banda objetivo para la tasa de fondos federales en 0 a 0.25 por ciento. En su comunicado, indicó que espera que las condiciones económicas actuales, como las bajas tasas de utilización de recursos y las favorables perspectivas de inflación de mediano plazo, probablemente conlleven a que la tasa de política se mantenga en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta finales de 2014.

En la zona del euro, la inflación anual se ha mantenido moderadamente por arriba del objetivo de inflación del BCE, de menos de 2 por ciento. La inflación general anual fue 2.7 por ciento en marzo, nivel en el que se ha mantenido desde diciembre de 2011. En su reunión de abril, el BCE dejó sin cambio su tasa de política en 1 por ciento. En su comunicado señaló que es probable que la inflación se mantenga por arriba del 2 por ciento en 2012 y que disminuya por debajo de este nivel en 2013. Además, el BCE apuntó que los indicadores de actividad económica se estabilizaron en niveles bajos en los primeros meses de 2012, pero que se espera una recuperación moderada en el transcurso del año.

En la mayoría de las economías emergentes se ha observado una moderación en la inflación y se anticipa que ésta disminuya aún más, ante la desaceleración de la actividad económica. Así, como se señaló, se prevé que persistan posturas de política monetaria acomodaticia en la mayoría de las economías emergentes.

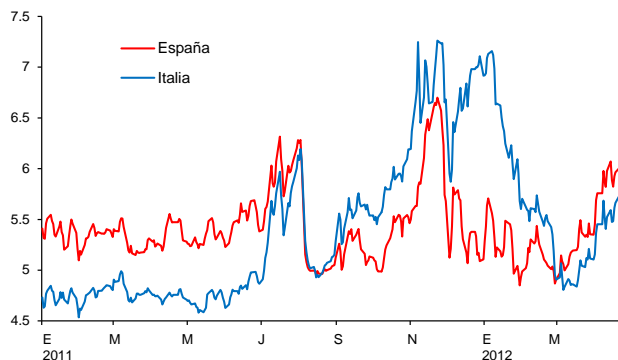
2.2. Evolución financiera reciente

Los mercados financieros presentaron un comportamiento desfavorable en las últimas semanas, revirtiendo parcialmente el fuerte desempeño positivo que se observó en el primer trimestre del año. En este sentido, se acentuó la preocupación respecto a la estabilidad financiera de varios países europeos, particularmente de España e Italia. Lo anterior, debido al escepticismo que persiste entre los inversionistas de que ambos países logren alcanzar sus objetivos de consolidación fiscal en un contexto de marcada debilidad económica y de los sistemas financieros.

En consecuencia, los efectos favorables sobre los mercados de deuda gubernamental de las operaciones de provisión de liquidez de largo plazo que llevó a cabo el BCE, se disiparon en las últimas semanas. En específico, las tasas de bonos gubernamentales de Italia y España a plazo de 10 años aumentaron más de 80 puntos base para ubicarse en niveles superiores a 5.50 por ciento, alrededor de cuatro puntos porcentuales por arriba de las tasas de interés de los bonos de referencia de Alemania (Gráfica 9). De igual forma, la percepción de riesgo país de Italia y España, medida a través de los costos de protección ante incumplimiento de pago (primas de los "credit default swaps"), aumentaron significativamente alcanzando un nivel históricamente elevado en el caso de España. La preocupación respecto a su

comprometida situación fiscal ha obligado a estos países a concentrar la colocación de su deuda a plazos cortos (menores a 5 años), con lo cual el plazo promedio de la deuda vigente se ha reducido.

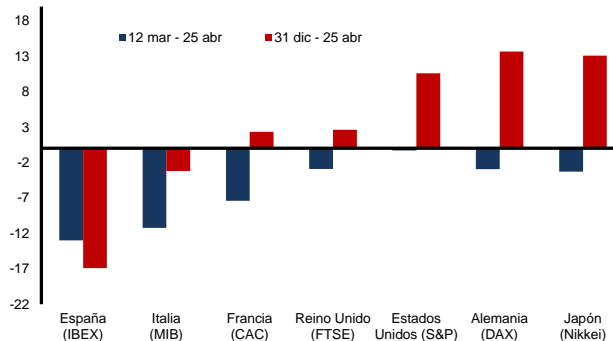
Gráfica 9
Tasas de Bonos Gubernamentales a 10 años de Italia y España
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

En este contexto, durante las últimas semanas se observó una recomposición de carteras hacia activos de menor riesgo que se evidenció en una fuerte caída de los índices accionarios, particularmente en Europa. De hecho, desde mediados de marzo a la fecha, varios de los principales índices accionarios acumularon pérdidas de más de 10 por ciento (Gráfica 10). Destacó la fuerte caída de las acciones de los principales grupos financieros europeos ante la expectativa de que la debilidad de la actividad económica en la región repercuta desfavorablemente sobre las carteras de crédito de los bancos. Adicionalmente, preocupan las potenciales pérdidas en que podrían incurrir las instituciones financieras debido a la tenencia de bonos gubernamentales europeos en su poder. En otras palabras, persiste un fuerte vínculo entre el mal desempeño de los mercados de deuda gubernamental de la región, el deterioro del balance de los bancos europeos, y la percepción de un mayor riesgo de contraparte. Esto último, podría seguir comprometiendo el acceso de la banca europea a los mercados de fondeo de corto y mediano plazo, y con ello acentuar su dependencia al financiamiento que reciben del BCE.

Gráfica 10
Variación Porcentual de los Índices Accionarios
Por ciento

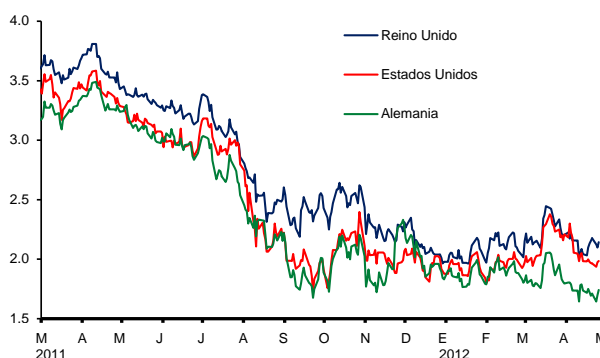


Fuente: Bloomberg.

La mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas se reflejó también en una apreciación del yen y del dólar, divisas que volvieron a fungir como refugio, y en una moderada disminución del precio de materias primas. No obstante, los precios de los productos del sector energético se mantuvieron en niveles elevados.

Adicionalmente, se observó una mayor demanda por activos de bajo riesgo crediticio, lo que ocasionó que las tasas de interés de bonos gubernamentales en Estados Unidos, Reino Unido y Alemania disminuyeran hasta alcanzar niveles históricamente bajos en algunos casos (Gráfica 11). En consecuencia, los diferenciales de tasas de interés entre los bonos gubernamentales y los bonos del sector corporativo se ampliaron de manera importante en las últimas semanas.

Gráfica 11
Tasas de Bonos Gubernamentales con Vencimiento a 10 años
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

En respuesta a la inestabilidad de los mercados financieros, las autoridades en Europa y en el resto del mundo han continuado sus esfuerzos para

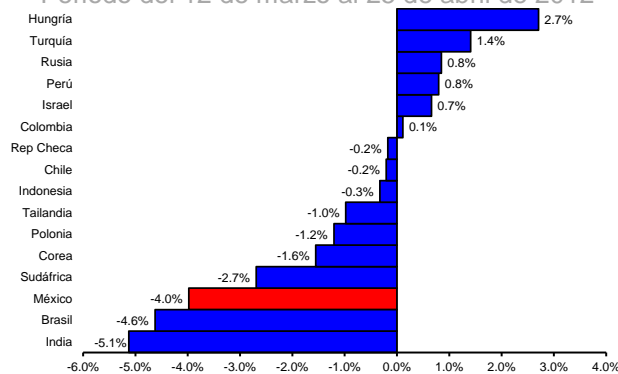
contener la crisis de deuda pública en dicho continente y restablecer la confianza de los inversionistas. En particular, recientemente se incrementó el tamaño de los Fondos de Estabilidad Financiera de la Euro-zona a 700 mil millones de euros, y varios países se comprometieron a aportar recursos adicionales al Fondo Monetario Internacional por un monto superior a los 430 mil millones de dólares a través de préstamos bilaterales. Si bien hasta el momento estos esfuerzos han tenido un impacto limitado sobre los mercados financieros, podrían ser un factor muy importante para evitar un escenario negativo extremo en los siguientes meses y para restablecer el mejor funcionamiento de los mercados en el mediano plazo.

Por otro lado, como ya se mencionó, se espera que los bancos centrales de los principales países desarrollados mantengan sus posturas de política monetaria muy expansivas, e incluso que algunos de ellos tomen medidas adicionales para estimular el crecimiento económico. En particular, se prevé que el Banco de Japón incremente su programa de compra de activos, y que el Banco de Inglaterra, el BCE, y la Reserva Federal de Estados Unidos mantengan sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos por un periodo de tiempo muy prolongado.

2.2.1 Mercados emergentes

En los mercados financieros de los principales países emergentes se moderó la velocidad a la que han ingresado los flujos de inversión de cartera que se han observado desde principios de 2012. Lo anterior respondió al entorno de mayor aversión al riesgo mundial, y generó una depreciación de la mayoría de las divisas en estos países (Gráfica 12).

Gráfica 12
Variación Porcentual de Divisas Seleccionadas
Periodo del 12 de marzo al 25 de abril de 2012



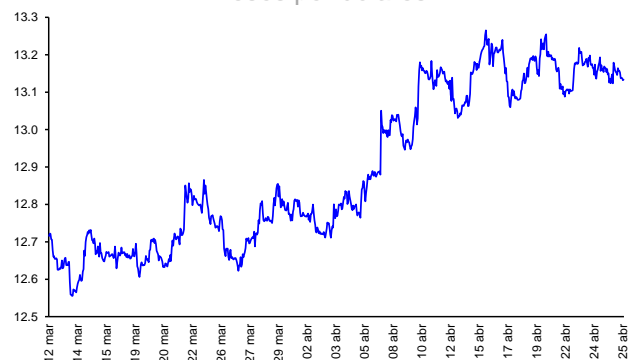
Nota: (+) apreciación / (-) depreciación.
Fuente: Bloomberg.

Cabe destacar que a diferencia de lo que ocurrió en Europa, las perspectivas de crecimiento económico para la mayoría de los países emergentes continuó siendo favorable, y en algunos casos incluso se revisaron al alza los pronósticos de crecimiento económico.

2.2.2 Mercados en México

En México el peso presentó una tendencia de depreciación, la cual fue producto de la mayor aversión al riesgo que, en general, prevaleció en los mercados financieros internacionales (Gráfica 13). Al respecto, dicho ajuste en el tipo de cambio se dio de manera ordenada, lo cual se reflejó en volúmenes de operación altos y en diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta. Cabe destacar que no se observó una liquidación de las inversiones en títulos gubernamentales de deuda de corto y largo plazo denominados en pesos que los inversionistas extranjeros construyeron durante los primeros meses del año, manteniéndose dichas posiciones en niveles históricamente elevados.

Gráfica 13
Tipo de Cambio Peso Dólar^{*/}
Pesos por dólares

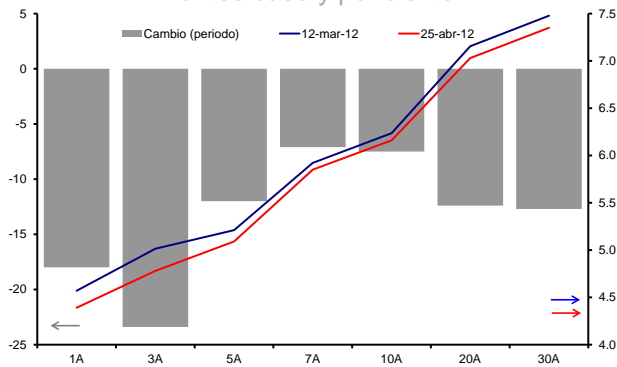


*/ Nota: Cotizaciones tomadas intradía cada 10 minutos.
Fuente: Bloomberg.

La curva de rendimiento de valores gubernamentales presentó un importante empinamiento (Gráfica 14). Este movimiento fue consecuencia de las disminuciones observadas en las tasas de interés de corto plazo, que estuvieron asociadas a la publicación de cifras de inflación más favorables en México, así como al cambio de expectativas respecto a la próxima decisión de política monetaria. Al respecto, aunque la opinión de los analistas respecto a cuál será la próxima decisión de política monetaria se encuentra dividida, con la mayoría esperando que no haya un cambio en la tasa de referencia en el futuro cercano, los mercados de deuda (en particular de

swaps a corto y mediano plazo) le asignan hoy una mayor probabilidad que en el pasado a que el Banco de México pudiera reducir el nivel de la tasa de interés de referencia en 25 puntos base en el corto plazo.

Gráfica 14
Curva de Rendimiento
Puntos base y por ciento



Fuente: Banco de México con datos de PIP.

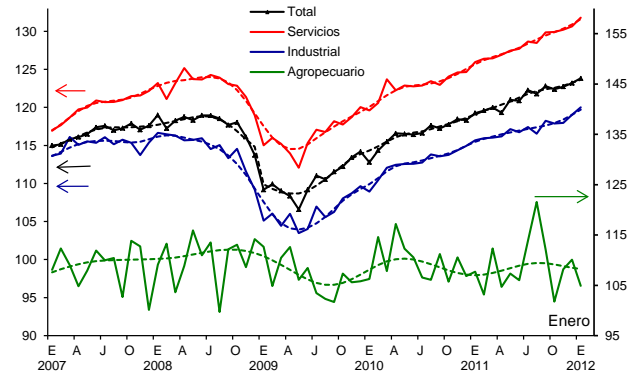
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

La actividad productiva en México continuó presentando una tendencia positiva durante el primer trimestre de 2012 (Gráfica 15). Esto reflejó fundamentalmente la combinación de tres factores. Primero, el ajuste del tipo de cambio real, que ha contribuido al mayor dinamismo de las exportaciones en el trimestre que se reporta. Segundo, el reciente repunte de la demanda externa, que también favoreció al crecimiento de las exportaciones, en especial de aquellas dirigidas a Estados Unidos. Tercero, el impulso a la actividad económica proveniente del adecuado funcionamiento del sistema financiero en México.

Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica

Índice 2003 = 100, a. e.



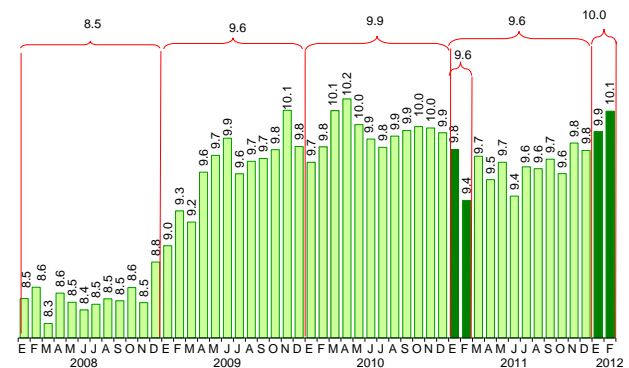
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Profundizando en lo anterior, si bien a finales de 2011 la demanda externa había presentado una moderación en su crecimiento, en los primeros meses de 2012 ésta registró un mayor dinamismo. En efecto, el reciente repunte en la demanda externa, en especial de aquella proveniente de Estados Unidos, condujo a un mayor ritmo de expansión de las exportaciones manufactureras. Asimismo, la depreciación del tipo de cambio real que se observó a partir de la segunda mitad de 2011 empezó a manifestarse en un incremento en la participación de México dentro de las importaciones estadounidenses (Gráfica 16). Asimismo, las exportaciones dirigidas a destinos diferentes de Estados Unidos siguieron mostrando tasas de crecimiento similares a las de trimestres previos (Gráfica 17).

Gráfica 16
Participación de México en las Importaciones de Estados Unidos (Sin Petróleo y Sin Automotriz)

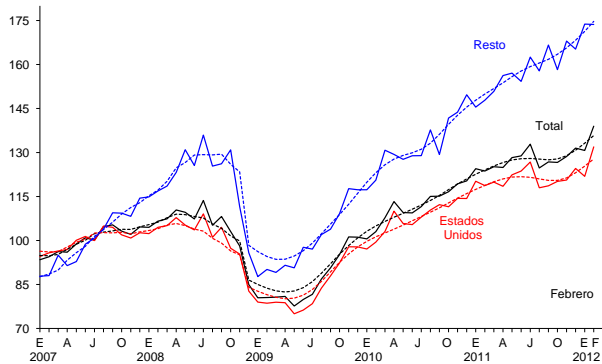
Por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

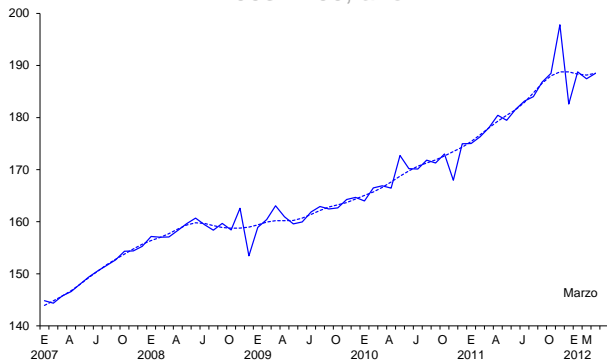
Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índice 2007 = 100, a. e.



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

Por su parte, los indicadores más oportunos sobre la demanda interna apuntan a que, si bien ésta continuó presentando una tendencia positiva en el primer trimestre de 2012, algunos de sus componentes mostraron cierta moderación en su ritmo de crecimiento. En particular, en lo que corresponde al consumo, destaca que las ventas de la ANTAD registraron una contracción trimestral con datos desestacionalizados en el primer trimestre de 2012 (Gráfica 18).

Gráfica 18
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.

De manera congruente con lo anterior, algunos determinantes del consumo mostraron una desaceleración en el primer trimestre del año. En particular, las remesas familiares registraron un estancamiento en niveles menores a los observados antes de la crisis (Gráfica 19).

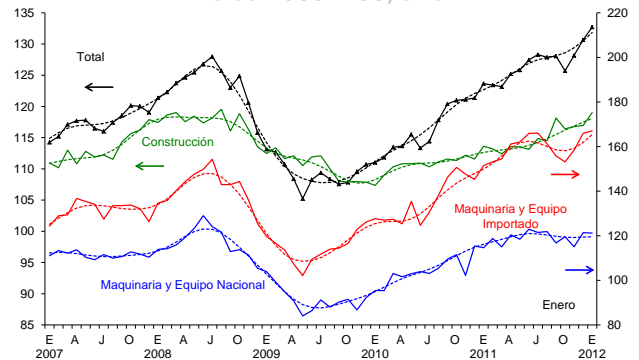
Gráfica 19
Remesas Familiares
 Millones de dólares, a. e.



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

Por su parte, la inversión fija bruta registró un repunte en el primer trimestre de 2012 (Gráfica 20).

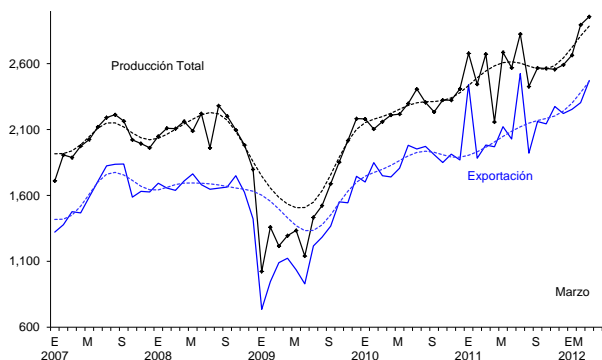
Gráfica 20
Inversión y sus Componentes
 Índice 2005=100, a. e.



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

Este desempeño de la demanda agregada se reflejó en el comportamiento de la actividad productiva. En particular, el repunte en las exportaciones manufactureras durante los primeros meses de 2012 condujo a un moderado incremento en el ritmo de crecimiento de la producción manufacturera. En el bimestre enero-febrero ésta creció 1.2 por ciento respecto al bimestre anterior con datos desestacionalizados, lo cual se compara con las variaciones de 0.5 y 0.3 por ciento en los dos bimestres previos. En este contexto, destaca el repunte de la producción de unidades automotrices, que en el primer trimestre del año alcanzó un máximo histórico (Gráfica 21).

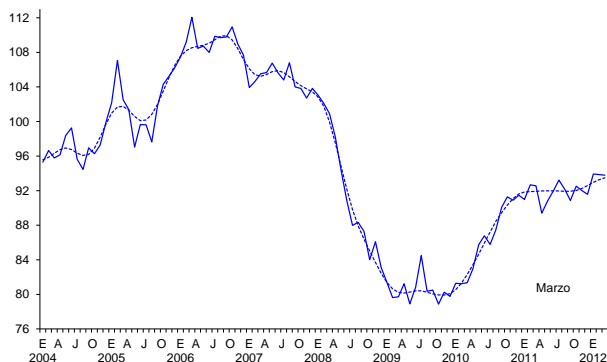
Gráfica 21
Producción y Exportación de Vehículos
Miles de unidades anualizadas, a. e.



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

No obstante el dinamismo de la economía en el primer trimestre de 2012, los indicadores de índole más prospectiva sugieren que la economía seguirá registrando un crecimiento relativamente moderado. En particular, a pesar de que recientemente el índice de confianza del consumidor ha presentado cierta tendencia ascendente, aún muestra niveles inferiores a los observados antes de la crisis de 2008 (Gráfica 22).

Gráfica 22
Índice de Confianza del Consumidor
Índice Enero 2003 =100, a. e.



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

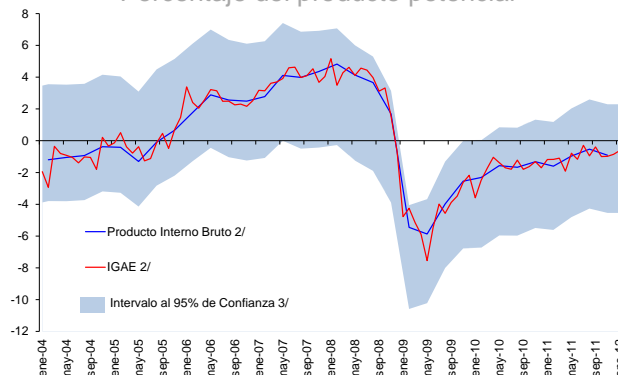
2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

Los indicadores sobre la evolución de la economía sugieren que no se han generado presiones de demanda sobre la inflación ni sobre las cuentas externas del país. En efecto, la brecha del producto se ha venido cerrando más lentamente de lo previsto y continúa en terreno negativo, si bien su nivel no es estadísticamente diferente de cero

(Gráfica 23). Asimismo, se prevé que la cuenta corriente habrá mostrado en el primer trimestre de 2012 un déficit moderado, sin dificultades para su financiamiento.

Gráfica 23
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentaje 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.

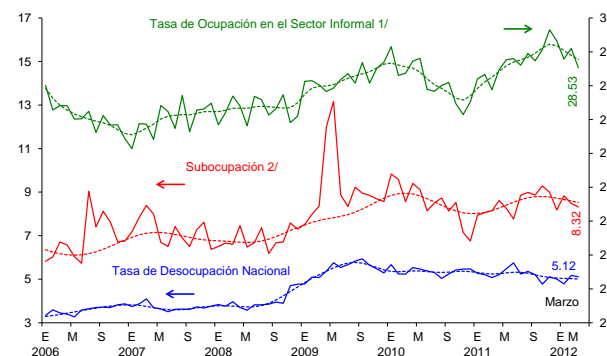
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2011; cifras del IGAE a enero de 2012.

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.

Por su parte, los indicadores del mercado laboral sugieren que continuaron prevaleciendo condiciones de holgura en dicho mercado. En particular, las tasas de desocupación, de subocupación y de ocupación en el sector informal siguieron mostrando niveles mayores a los registrados antes de la crisis (Gráfica 24).

Gráfica 24
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.

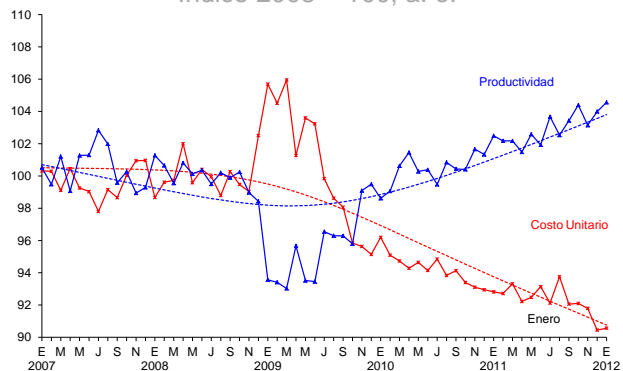
2/ De acuerdo con la información disponible, la tasa de subocupación no presenta un patrón estacional definido, por lo que no se realizaron ajustes por estacionalidad a esta variable.

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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

En este contexto, el moderado aumento que han presentado los salarios, aunado a la tendencia ascendente que mostró la productividad media del trabajo en los primeros tres meses de 2012, condujo a que los costos unitarios continuaran disminuyendo (Gráfica 25). Este comportamiento contribuyó a que no se generaran presiones sobre los precios derivados del mercado laboral.

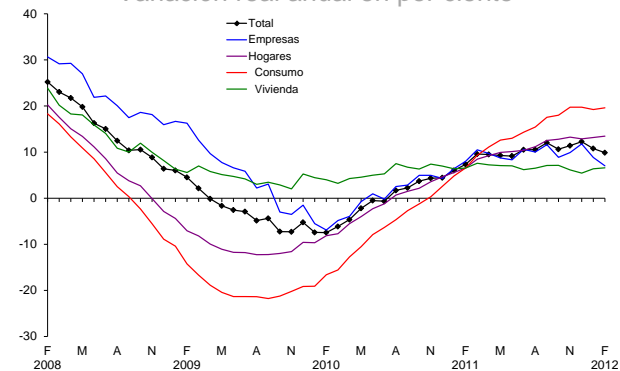
Gráfica 25
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 2008 = 100, a. e.



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

A pesar de los problemas en los mercados financieros internacionales, el sistema financiero del país ha mostrado solidez y ha presentado un comportamiento ordenado, lo cual se ha reflejado en una expansión sostenida del financiamiento a la economía. Así, 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 creciendo a tasas similares a las observadas en trimestres previos. 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. A su vez, el ritmo de expansión que se ha observado en el financiamiento al sector privado no financiero no parecería estar enfrentando problemas de sobrecalentamiento, toda vez que las tasas de interés han permanecido estables y los índices de morosidad se encuentran en niveles reducidos y evolucionando favorablemente (Gráfica 26).

Gráfica 26
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado No Financiero
 Variación real anual en por ciento

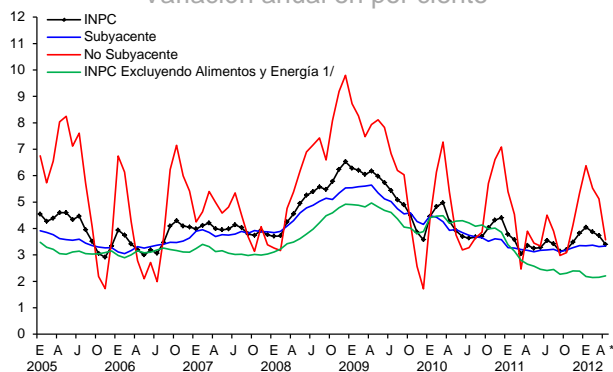


Fuente: Banco de México.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de abril de 2012 la inflación general anual se ubicó en 3.40 por ciento, cifra 47 puntos base (pb) menor a la registrada en febrero (3.87 por ciento, Gráfica 27 y Cuadro 1). Dicho comportamiento fue impulsado principalmente por la evolución del componente no subyacente, cuya tasa de variación anual pasó de 5.53 a 3.57 por ciento entre febrero y la primera quincena de abril de 2012. Por su parte, la inflación subyacente anual mantuvo una trayectoria estable, ubicándose en niveles cercanos a la meta. En particular, durante la primera quincena de abril el indicador referido se situó en 3.34 por ciento, cifra ligeramente menor a la observada en febrero (3.37 por ciento). Adicionalmente, el INPC excluyendo alimentos consumidos dentro y fuera de casa y energéticos –definición equivalente a la inflación subyacente que se utiliza de Estados Unidos– ha presentado niveles cercanos a 2 por ciento durante 2012, ubicándose en 2.21 por ciento en la primera quincena de abril de 2012 (Gráfica 27).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

* El último dato corresponde a la primera quincena de abril de 2012.

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

La disminución de la inflación no subyacente anual fue producto de la evolución de todos los grupos que integran a este indicador, destacando especialmente el de las frutas y verduras. Así, durante la primera quincena de abril de 2012 la tasa de variación anual de los precios de los productos agropecuarios se desaceleró al ubicarse en 1.18 por ciento (en febrero fue 5.45 por ciento). La evolución de los precios de las frutas y verduras influyó de manera importante en este resultado. En particular, en la quincena señalada la tasa de variación anual de este grupo fue -13.15 por ciento (en febrero fue -4.40 por ciento).

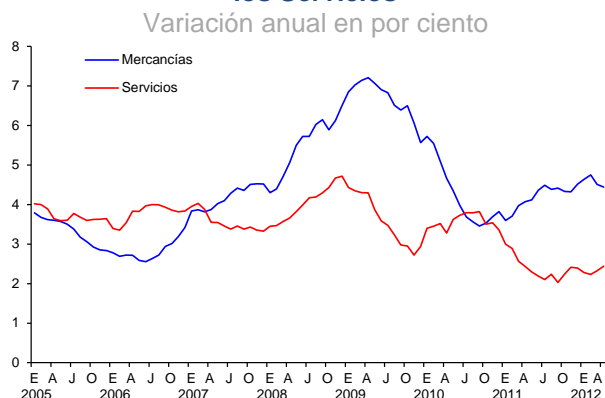
En lo que corresponde al subíndice de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno, éste también presentó una reducción en su tasa de variación anual al pasar de 5.58 a 4.94 por ciento entre febrero y la primera quincena de abril de 2012. Ello ha sido producto de bajas en las tarifas eléctricas de alto consumo, en los precios del gas natural y el impacto de la eliminación de la tenencia vehicular.

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 4.44 por ciento durante la primera quincena de abril (en febrero fue 4.75 por ciento) (Gráfica 28). La reducción que exhibió fue impulsada por el desvanecimiento de los choques que incidieron en 2011 sobre el grupo de los alimentos. Así, el grupo de los precios de los alimentos, bebidas y tabaco aumentó a tasa anual en 6.39 por ciento (en febrero este dato fue 7.30 por ciento). Por su parte, la inflación anual del resto de las mercancías fue 2.94 por ciento (en febrero fue 2.82 por ciento), resultado

al que contribuyeron los precios de los automóviles y los detergentes.

La inflación anual del subíndice de los servicios fue 2.44 por ciento durante la primera quincena de abril de 2012 (en febrero fue 2.23 por ciento) (Gráfica 28). Lo anterior estuvo influido por el repunte observado en la tasa de variación anual de los precios de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, la cual pasó de 1.88 a 2.43 por ciento durante el periodo objeto de estudio. En particular, este comportamiento es resultado de la evolución de los precios de la telefonía móvil, cuya tasa de inflación anual, si bien continúa siendo negativa, fue mayor en la primera quincena de abril en comparación con la observada en febrero. En contraste, las inflaciones anuales de los grupos de vivienda y educación disminuyeron entre febrero y la primera quincena de abril al pasar de 1.98 y 4.42 por ciento respectivamente a 1.93 y 4.32 por ciento.

Gráfica 28
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

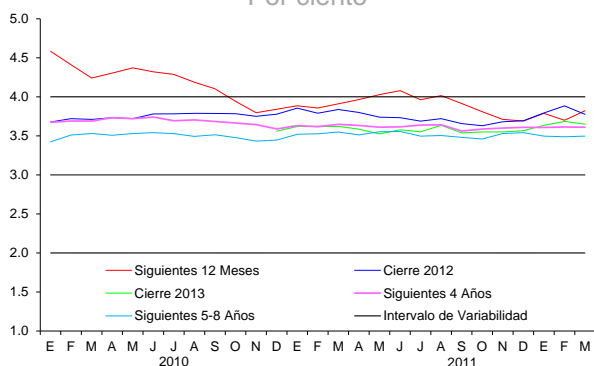
* El último dato corresponde a la primera quincena de abril de 2012.

Por su parte, las expectativas de inflación se han mantenido bien ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento. Las correspondientes a horizontes de corto plazo han presentado una ligera disminución, posiblemente como reflejo de la evolución favorable de la inflación en los últimos dos meses. De acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, en marzo de 2012 el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 se ubicó en 3.78 por ciento, nivel inferior al 3.88 por ciento registrado en la encuesta de febrero de 2012 (Gráfica 29). En lo que corresponde a las expectativas de inflación para el cierre de 2013, éstas registraron un nivel de 3.68 por ciento en la

encuesta de febrero y de 3.65 por ciento en la encuesta de marzo.

En lo referente a las expectativas de inflación correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo, éstas han permanecido bien ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 29). De acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas para los siguientes 4 años permanece alrededor de 3.6 por ciento, mientras que el promedio correspondiente al periodo de 5 a 8 años se mantiene cerca de 3.5 por ciento.

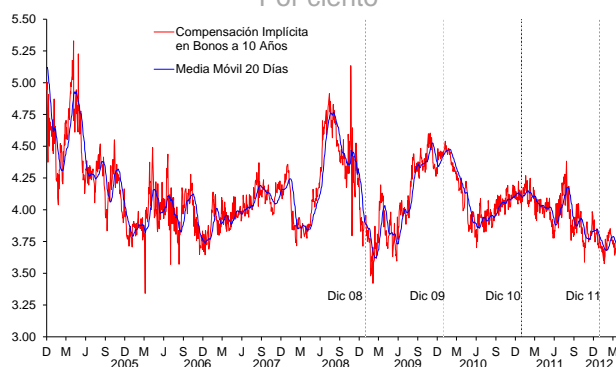
Gráfica 29
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información que proviene de las encuestas, de la evolución de los instrumentos financieros se aprecia que la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo) ha continuado con su tendencia a la baja, si bien con cierta volatilidad, para ubicarse en las últimas semanas en niveles cercanos al 3.7 por ciento. De ahí se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo son inferiores al 3.7 por ciento, considerando que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo (Gráfica 30).

Gráfica 30
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en México^{1/}
Por ciento



1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario.

Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Bloomberg.

En lo que se refiere al pronóstico de la inflación, se estima que la trayectoria más probable de la inflación general anual para lo que resta de 2012 y 2013 se sitúe en un intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento. Adicionalmente, para el caso de 2013 se estima que ésta se acerque a la parte inferior de dicho intervalo.

En lo que toca a los riesgos al alza entorno al pronóstico sobre la inflación, se ha reducido el grupo de productos agropecuarios que resiente afectaciones por la sequía, aunque por otro lado no pueden descartarse presiones derivadas de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En lo que corresponde a los riesgos a la baja, 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	Febrero 2012	Abril 1q 2012
INPC	3.82	3.87	3.40
Subyacente	3.35	3.37	3.34
Mercancías	4.52	4.75	4.44
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	7.30	6.39
Mercancías no Alimenticias	2.39	2.82	2.94
Servicios	2.40	2.23	2.44
Vivienda	2.04	1.98	1.93
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.42	4.32
Otros Servicios	2.27	1.88	2.43
No Subyacente	5.34	5.53	3.57
Agropecuarios	3.73	5.45	1.18
Frutas y Verduras	-4.37	-4.40	-13.15
Pecuarios	9.76	12.54	11.84
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	5.58	4.94
Energéticos	8.30	8.00	7.45
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	1.21	0.54

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno concordó en que las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos mejoraron, si bien todos los miembros también coincidieron en que las condiciones en Europa se han deteriorado. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana ha mejorado. En lo que respecta al balance de riesgos para la inflación, todos los miembros argumentaron que éste se ha mantenido sin cambios.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado. Un miembro agregó que

esto se ha visto reflejado en la revisión al alza de los pronósticos multianuales de abril del Fondo Monetario Internacional, la cual se llevó a cabo a pesar de que se estima habrá una recesión en la zona del euro. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que prevalecen las condiciones de atonía para el crecimiento mundial, y otros miembros agregaron que el entorno internacional se ha vuelto más adverso y que los problemas económicos y financieros pueden verse agudizados por la incertidumbre política, fiscal y financiera en Europa. Un miembro añadió que el aumento del precio del petróleo también podría significar un riesgo para la actividad económica.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que los indicadores más recientes acerca de su desempeño han mostrado un comportamiento favorable, y agregaron que los pronósticos de la Reserva Federal, del Fondo Monetario Internacional y de los analistas del sector privado, respecto del crecimiento de dicho país se han revisado al alza. Algunos miembros añadieron que la expectativa de producción industrial se ajustó al alza y, en particular, uno de ellos enfatizó que es la sexta revisión mensual consecutiva y que dicha expectativa se encuentra en una tasa anual de 3.9 por ciento, más de un punto porcentual por arriba

de la estimada en octubre pasado. Además, destacó que la mejoría económica ha estado acompañada del fortalecimiento de los balances y de la actividad de los bancos, especialmente de la expansión del crédito comercial e industrial. Sin embargo, algunos miembros de la Junta apuntaron que, si bien la información sugiere una expansión moderada de la economía, existen dudas sobre la sostenibilidad de los avances y se ha atenuado el optimismo respecto a la fortaleza de la recuperación, como resultado de algunos indicadores recientes del mercado laboral. Además, la mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que la economía estadounidense no mostrará un crecimiento vigoroso mientras no terminen de solucionarse algunos problemas estructurales, y en particular persiste la incertidumbre en cuanto a su proceso de consolidación fiscal. Asimismo, un miembro de la Junta agregó que gran parte del mejor desempeño de la economía se debe a una disminución en el ahorro, lo que será difícil de sostener. En este contexto, un miembro destacó que la mejoría en los pronósticos ha sido en el margen y que la brecha del producto en ese país todavía es muy amplia, en tanto que algunos miembros señalaron que el desempeño de la actividad económica está todavía lejos de generar presiones sobre la inflación.

Por otra parte, todos los miembros de la Junta señalaron que las condiciones en la zona del euro se han deteriorado, y la mayoría señaló que prevalece la percepción de que el avance hacia la solución de los problemas de fondo ha sido limitado, exacerbando así la elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales y aumentando la aversión al riesgo entre los inversionistas. Asimismo, algunos miembros afirmaron que inclusive ha aumentado la posibilidad de un evento catastrófico en Europa. En este sentido, un miembro de la Junta agregó que la magnitud del ajuste necesario en dichas economías, aunado a que queda poco espacio para anunciar nuevas o mayores medidas, dificulta la posibilidad de un ajuste ordenado. Todos los miembros de la Junta apuntaron al círculo vicioso que persiste entre debilidad fiscal, debilidad bancaria, dificultades políticas y bajo crecimiento económico en la región. Un miembro profundizó que mientras esta secuencia de eventos no se rompa y la turbulencia persista, se generará preocupación en los mercados y una reasignación de portafolios hacia activos seguros que no discrimina entre países según sus fundamentos económicos.

Profundizando en lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta apuntó que los países europeos tienen dificultades para reducir sus déficit. Algunos arguyeron que cada vez que se aumentan los fondos de rescate, el mercado lo considera insuficiente y que, en general, dichos países no logran convencer a los mercados sobre la sostenibilidad de sus finanzas públicas. En efecto, la mayoría de los miembros mencionó que Italia y España experimentaron aumentos considerables en sus costos de refinanciamiento y en sus primas de riesgo. Así, un miembro de la Junta agregó que los mercados también se han vuelto más inestables ante la incapacidad de un país con calificación AAA (Holanda) de acordar medidas de austeridad similares a las exigidas a otros países de la región. Por su parte, en lo que respecta a la debilidad bancaria en Europa, algunos miembros de la Junta señalaron que los bancos de dicha región han tenido que recurrir de forma creciente a la facilidad de liquidez del Banco Central Europeo, debido a la falta de fondeo de mercado. Un miembro agregó que las acciones de éste han evitado consecuencias de mayor gravedad para la economía mundial, aunque consideró que es difícil pensar que la política monetaria es el instrumento clave para corregir los problemas de competitividad y sobreendeudamiento que aquejan a la región. Un miembro de la Junta señaló también que, derivado de la débil actividad económica, los bancos europeos han experimentado un deterioro de su cartera vencida, lo que ha aumentado sus necesidades de capital.

Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta indicó que la situación política y electoral en algunos países de la zona pone de manifiesto que persiste un sentimiento de rechazo a las medidas de austeridad necesarias para sanear las finanzas públicas. En particular, algunos miembros señalaron la disolución del parlamento holandés ante el fracaso de las negociaciones del presupuesto, otro mencionó el aumento en la probabilidad de que en Francia la oposición triunfe, y uno más subrayó el delicado momento de transición política por el que cruza Grecia. Así, un miembro de la Junta afirmó que, de percibirse que el relevo de liderazgos pudiese introducir cambios en las estrategias económicas, podrían generarse nuevos episodios de inquietud e incertidumbre, exacerbando así la aversión al riesgo en los mercados, con el correspondiente impacto negativo sobre los flujos de capital a las economías emergentes. La mayoría de los miembros de la Junta destacó que los indicadores de actividad en Europa apuntan hacia una contracción económica

en la región, posiblemente por un periodo relativamente amplio.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó que muchas de ellas están resintiendo la atonía de las economías avanzadas o están sufriendo las consecuencias de sus políticas expansionistas en el pasado, por lo que su ritmo de crecimiento no es sostenible. Algunos miembros de la Junta señalaron a China como un ejemplo de una economía emergente con moderación en el crecimiento y recalcaron el efecto negativo que podría tener en las economías emergentes ligadas a ella. En particular, un miembro agregó que las autoridades de dicho país han declarado la necesidad de un rebalanceo en su demanda agregada teniendo como objetivo un fuerte impulso al consumo. En este sentido, dicha economía podría estar convergiendo a un nuevo equilibrio con una acumulación de acervos de capital en el sector de bienes comerciables mucho mayor que hace décadas, cuando comenzó su proceso de inversión. Sin embargo, recalcó que para que efectivamente pueda acelerarse el consumo en dicho país, sería necesaria una política que derivara en una mayor transferencia de recursos a los hogares. Asimismo, un miembro de la Junta apuntó que las economías emergentes podrían verse afectadas en sus flujos de capital en caso de exacerbarse la aversión al riesgo, como consecuencia de la situación de algunas economías europeas. Sin embargo, un miembro mencionó que las expectativas de crecimiento de algunas economías emergentes han mejorado congruentemente con las expectativas de crecimiento más alentadoras de la economía estadounidense, lo que se ha traducido en una mejoría de sus PMIs manufactureros en los últimos tres meses.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que es previsible que persistan condiciones de baja inflación en la economía mundial en los siguientes años, como consecuencia de un ritmo de actividad económica relativamente débil. Asimismo, la mayoría también apuntó que se prevé una mayor estabilidad en los precios de las materias primas, aun cuando se reconoció que existen factores transitorios que podrían surgir en mercados específicos, y que continúan los riesgos de un posible aumento del precio del petróleo derivado de conflictos geopolíticos. Respecto a las economías avanzadas, un miembro de la Junta argumentó que la necesidad de que tanto los hogares, como el sector público y las instituciones financieras, reduzcan de manera importante y simultánea sus

balances, generará una expansión del gasto en el mediano plazo inferior a la observada antes de la crisis, lo que inclusive podría conducir a una situación deflacionaria. Asimismo, apuntó que el esfuerzo por mantener la integridad de la Unión Monetaria Europea se está perfilando en sí como una fuente de presiones deflacionarias. Es decir, según este miembro, el no poder compensar la reducción en la tasa de crecimiento o en los niveles del gasto interno con un incremento rápido y considerable en las exportaciones derivado de una depreciación real, ocasiona que las ganancias en competitividad necesarias para fortalecer la demanda externa por sus productos tengan que provenir de una reducción de su inflación, o bien de sus niveles de precios con respecto a sus socios comerciales. Ello es congruente con una situación recesiva en esas economías.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que se mantendrán políticas monetarias acomodaticias en casi todas las economías. Un miembro de la Junta agregó que, a pesar de la mejoría en los pronósticos de crecimiento de la economía estadounidense, la Reserva Federal ha decidido mantener su postura monetaria extremadamente laxa, si bien otro recalcó que no es previsible un relajamiento adicional de las condiciones monetarias en Estados Unidos y que la mayoría de los bancos centrales mantendrán sin cambio su tasa de referencia en lo que resta del año. En cuanto a la postura monetaria del Banco Central Europeo, algunos miembros no descartaron la posibilidad de que exista un relajamiento adicional de las condiciones monetarias en la zona. Algunos miembros de la Junta añadieron que en el Reino Unido y en Japón también existen muchas presiones para que continúen relajando su política monetaria. Por otra parte, respecto a las economías emergentes, un miembro de la Junta enfatizó que no se anticipa que el crecimiento de dichas economías genere presiones sobre la inflación y, si bien la mayoría de los países han mantenido cierta estabilidad en su política monetaria, también hay otros muy relevantes, como Brasil y China, que han tomado pasos muy importantes para relajar su postura monetaria.

En relación a la economía mexicana, todos los miembros de la Junta coincidieron en que ésta continúa creciendo. En este sentido, un miembro de la Junta destacó el comportamiento positivo que han mostrado el IGAE y sus principales componentes. Otro miembro señaló que esta situación refleja el hecho de que la actividad

productiva de México permanece resistente ante un entorno externo adverso e incierto. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta también enfatizó el papel que ha tenido el reciente repunte de la demanda externa, el cual ha impulsado las exportaciones manufactureras dirigidas tanto a Estados Unidos, como al resto del mundo. En este contexto, algunos miembros señalaron el comportamiento favorable que ha presentado la producción manufacturera, en especial la automotriz que, según apuntó un miembro de la Junta, ha alcanzado máximos históricos. Por su parte, en lo que se refiere a indicadores relacionados con la demanda interna, algunos miembros de la Junta resaltaron que las ventas internas, tanto al mayoreo como al menudeo, continúan creciendo, a lo que algunos miembros agregaron que los principales determinantes del consumo, como lo son el crédito, la confianza del consumidor, las remesas y la masa salarial, dan sustento a esa expansión. Añadieron que la inversión y el número de trabajadores asegurados en el IMSS, también continúan creciendo.

Sin embargo, la mayoría de los miembros de la Junta también mencionó que algunos indicadores de actividad muestran cierta desaceleración. En este sentido, algunos miembros afirmaron que las variaciones porcentuales de las exportaciones e importaciones totales de México correspondientes al mes de marzo muestran tasas de crecimiento sensiblemente inferiores a las observadas en meses recientes. Asimismo, un miembro de la Junta destacó que las ventas de la ANTAD, las remesas y el crédito al consumo, en cifras desestacionalizadas, muestran un comportamiento mensual que pone en duda la continuidad del crecimiento que se había venido observando, y añadió que habrá que observar con mucho cuidado si se registra un cambio de tendencia próximo.

Algunos miembros de la Junta señalaron que las expectativas de crecimiento para México han mejorado, como muestran las revisiones al alza de los pronósticos para 2012 y 2013 del Fondo Monetario Internacional y de algunos analistas. En este sentido, algunos miembros mencionaron que la fortaleza que ha mostrado nuestra economía, el adecuado marco macroeconómico, la solidez del sistema financiero y la mejora en las previsiones para Estados Unidos, en especial de la producción industrial, han sido factores que han influido positivamente en dichas expectativas. Un miembro agregó que se estima que el dinamismo de la economía en 2012 y 2013 será muy semejante al de 2011 y que, a la luz de las revisiones graduales

que han venido presentando las expectativas, pudiera incluso esperarse un crecimiento superior al actualmente estimado. Asimismo, añadió que los IPM manufactureros y no manufactureros continúan en la zona de expansión e incluso aumentaron, apuntando a la continuación del ciclo alcista de la actividad económica. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento del país mejoró. Si bien uno de ellos recalcó que la mejora ha sido clara, otro afirmó que ésta ha sido ligera. No obstante, la mayoría de los miembros de la Junta subrayó que subsisten riesgos a la baja como los asociados al debilitamiento de la demanda externa e interna.

En relación a la brecha del producto, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que ésta se ha venido cerrando de manera gradual, pero en un contexto en el que aún se observan condiciones de holgura en el mercado laboral, por lo que no se esperan presiones sobre la inflación. Un miembro añadió que los costos unitarios de la mano de obra continúan a la baja y que los incrementos salariales siguen siendo moderados. Por su parte, otro miembro añadió que también se observa holgura en el mercado crediticio y que no se aprecian presiones en las cuentas externas. Sin embargo, un miembro arguyó que los indicadores de holgura respecto a la inflación se han venido cerrando y que, en particular, la brecha estimada del producto para bienes no comerciables, cuyos precios mejor reflejan el efecto de la política monetaria, se encuentra ya en territorio positivo. Otro miembro mencionó, sin embargo, que el país se encuentra muy lejos de un nivel de desempleo donde se pueda tener una aceleración de la inflación.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la inflación general mostró una tendencia a la baja durante marzo y la primera quincena de abril. La mayoría de los miembros recalcó que la inflación se ha ubicado por debajo del consenso de las expectativas de los analistas del mercado y que se ha revertido el incremento temporal que se registró entre noviembre y enero pasados. Otro miembro agregó que es notorio que si se eliminan la energía y los alimentos, que tienen precios con grandes distorsiones, la inflación está cercana al 2 por ciento. Asimismo, algunos miembros resaltaron el buen comportamiento de la inflación subyacente. Uno de ellos afirmó que ésta continúa en niveles cercanos al 3 por ciento y que la de servicios, que es la que mejor refleja los determinantes domésticos de la inflación, se mantiene en niveles bajos. Otro miembro explicó que la diferencia entre

la tasa observada y el 3 por ciento se debe al comportamiento de tan sólo algunos precios y que tasas incluso por debajo de esta referencia ya son patentes en diferentes subíndices. Sin embargo, algunos miembros afirmaron que la inflación subyacente no ha disminuido y que continúa por arriba del 3 por ciento. Un miembro añadió que la inflación de servicios ha comenzado a subir ligeramente y la de los alimentos permanece alta. Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta reconoció que la mejoría en la inflación no subyacente ha contribuido de manera fundamental a la reducción recientemente observada de la inflación anual, por lo que ésta podría ser insostenible.

Algunos miembros de la Junta afirmaron que las expectativas de inflación están bien ancladas, a lo que uno agregó que se espera que para 2012 y 2013 tanto la inflación general como la subyacente sean congruentes con las previstas por el Banco de México en su último Informe sobre la Inflación. No obstante, algunos miembros de la Junta arguyeron que, a pesar del buen desempeño reciente de la inflación, las expectativas no han mejorado y que permanecen tenazmente cerca de la cota alta del intervalo de variabilidad. En este sentido, un miembro añadió que las expectativas no revelan una tendencia hacia el 3 por ciento para ningún plazo e incluso las correspondientes a los próximos doce meses se deterioraron. Asimismo, afirmó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en el Udibono de diez años ha permanecido en alrededor de 3.9 por ciento. Así, otro miembro concluyó que si cuando hubo circunstancias más favorables en el pasado fue difícil disminuir las expectativas, será aún más difícil lograrlo en las condiciones actuales. En respuesta, un miembro señaló que si bien no ha habido convergencia al 3 por ciento, sí ha habido recientemente un comportamiento más favorable de las expectativas. Agregó que, además, es necesario considerar que la última información sobre las expectativas no refleja la evolución más favorable que ha tenido la inflación recientemente y que hay medidas de compensación por inflación y riesgo inflacionario a otros plazos en instrumentos igualmente líquidos que muestran cifras de alrededor del 3.1 por ciento. Incluso, si a la compensación aludida estimada con base a instrumentos de 10 años se le resta la prima de riesgo, las expectativas de inflación se encuentran ya desde hace un tiempo abajo de 3.5 por ciento.

En general, todos los miembros de la Junta consideraron que el balance de riesgos para la

inflación se ha mantenido sin cambios. En particular, algunos miembros de la Junta afirmaron que el balance de riesgos sobre la inflación no ha mejorado, mientras que otro miembro señaló que éste se mantuvo en términos generales sin cambio. Uno más apuntó que persisten las mejoras que ya se habían reflejado desde la última reunión.

Todos los miembros de la Junta subrayaron como riesgo al alza para la inflación un incremento en la turbulencia financiera internacional. En particular, la mayoría de los miembros destacó el riesgo del deterioro del panorama fiscal y financiero en Europa, que implicaría mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, generando presiones sobre el tipo de cambio del peso frente al dólar. En este sentido, un miembro señaló que esto podría vulnerar uno de los factores que ha contribuido a mantener la inflación en línea. Otro miembro de la Junta mencionó que también existe el riesgo de que los precios de los productos agropecuarios se incrementen más de lo previsto. Adicionalmente, un miembro arguyó que los precios de los alimentos siguen aumentando, lo cual es especialmente preocupante debido a diversos factores, entre los que se encuentran: el peso que tienen en la canasta de consumo; la posible contaminación del proceso de formación de precios; que una baja en los precios internacionales de dichos productos no garantiza una disminución de precios en México dada la estructura de mercados en nuestro país; y, que estos precios están sujetos a diversos fenómenos climatológicos y no sólo a las sequías. Por último, algunos miembros añadieron que persiste el riesgo de que el diferencial entre los precios internos y externos de la gasolina se torne insostenible. Sin embargo, un miembro expresó que prácticamente todos los factores de riesgo recién apuntados implicarían un cambio en precios relativos, sin afectar de manera fundamental a la inflación de evitarse los efectos de segundo orden. Además, algunos miembros recordaron la evidencia reciente de un bajo traspaso tanto de movimientos cambiarios a precios, como de la inflación no subyacente a la subyacente.

Por otra parte, algunos miembros de la Junta señalaron que también existen riesgos a la baja para la inflación. Así, un miembro de la Junta argumentó que se ha reducido el riesgo derivado del efecto de la sequía sobre los precios de los productos agropecuarios. Adicionalmente, mencionó el riesgo a la baja asociado al posible debilitamiento del crecimiento de la demanda mundial y doméstica.

En cuanto al tipo de cambio, algunos miembros de la Junta señalaron que recientemente el peso se ha depreciado, luego de una apreciación durante el primer bimestre de este año. Asimismo, apuntaron que estos ajustes se han dado de manera ordenada y uno de ellos enfatizó la importancia de la postura macroeconómica del país, en particular la fiscal. Algunos miembros argumentaron que la depreciación se ha debido, en parte, a un aumento en la aversión al riesgo global que también ha afectado a otras monedas. Uno de ellos explicó que además ha influido la conexión de nuestra economía con países en problemas como España.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que las condiciones que actualmente enfrenta la economía son tales que, si se lograra un avance en la estabilización de los mercados financieros internacionales, en particular los de Europa, podría ser viable un relajamiento de la política monetaria. En particular, un miembro recalcó que los argumentos aludidos en la reunión anterior sobre la conveniencia de bajar las tasas de interés y reducir la inflación al menor costo posible persisten, aunque nuevamente la inestabilidad de los mercados financieros es lo que ha hecho recomendable esperar antes de tomar dicha medida. En este sentido, otro miembro de la Junta consideró que, dada la evolución y perspectivas tanto para la inflación, como para el crecimiento en México, las tasas de interés podrían mostrar un ajuste a la baja y mantener la congruencia con el objetivo de inflación.

En particular, la mayoría de los miembros de la Junta mencionó que, dada la gran lasitud monetaria observada en un número importante de países avanzados y emergentes, podría llegar a ser aconsejable un relajamiento de nuestra política monetaria. En este sentido, dicha mayoría indicó que la postura de política monetaria en México se está apretando más de lo deseado debido a las acciones tomadas en otros países. Añadieron que esta situación ha provocado una mayor entrada de capitales generando menores presiones inflacionarias, por lo que se requiere una postura monetaria menos dura para cumplir con el objetivo. Recalcaron la importancia de ponderar si una posición monetaria relativa tan estricta es adecuada y señaló que aunado a las medidas sin precedentes en materia monetaria de la Reserva Federal, si el Banco de México no hubiera puesto un piso a la tasa de referencia de 4.5 por ciento, es muy probable que toda la curva se hubiera corregido a la baja, como ya lo ha hecho en cierta medida.

En respuesta, algunos miembros no coincidieron con lo señalado en el párrafo inmediato anterior. Un miembro argumentó que la única relatividad de la política monetaria en México tiene que ser en relación al objetivo de inflación, porque se deben examinar los canales de transmisión por los que diferenciales en las tasas de interés pueden afectar la inflación en nuestro país, como podría ser el tipo de cambio. En este sentido, señaló que el tipo de cambio recientemente se ha visto más afectado por el entorno internacional y los cambios en la aversión al riesgo, que por el diferencial de tasas de interés. Otro miembro de la Junta mencionó que hace meses Estados Unidos ha agotado las formas de relajamiento monetario, por lo que el diferencial de política monetaria no se ha ampliado. Agregó que el fortalecimiento del peso durante el primer bimestre, así como su debilitamiento reciente, han ocurrido con un diferencial constante de tasas de interés de referencia entre México y Estados Unidos. Como ejemplo adicional, añadió que la depreciación del peso no ha sido muy diferente a la experimentada por el real brasileño a pesar de que ese país sigue una estrategia de intervenciones para propiciar la debilidad de su moneda. Concluyó que la depreciación del peso ha relajado las condiciones monetarias de nuestro país.

Tomando en consideración que algunos miembros concluyeron que no se esperan presiones inflacionarias en el mundo, uno de ellos mencionó que le preocupa que México pudiera tener una inflación alta respecto a la de sus principales socios comerciales, puesto que se perdería competitividad, por lo que enfatizó la importancia de alcanzar la meta lo más rápidamente posible. Un miembro advirtió que el diferencial de inflaciones entre México y Estados Unidos en los últimos tres años es mayor que en los últimos ocho. Adicionalmente, afirmó que no existe evidencia de los costos de la política monetaria relativa ya que por más de dos años el crecimiento económico de México ha superado consistentemente el de Estados Unidos. Otro miembro afirmó que dichos costos sí existen, que son muy relevantes, y que por esa razón el Banco de México debe cuidar que la convergencia al objetivo de inflación se dé al menor costo posible. Otro miembro argumentó que los costos que se deben evitar son los de una mayor postergación del logro del objetivo de inflación, ya que ello podría conducir a una pérdida de credibilidad que haga aún más costoso lograr la convergencia de la inflación a la meta en el futuro.

Un miembro de la Junta afirmó que, si bien la política monetaria recientemente ha contribuido al

mejor desempeño de la inflación, la permanencia de los resultados favorables no está garantizada. Agregó que el objetivo de inflación no se ha logrado y que los costos de una desviación pueden ser muy altos. A esto, otro miembro respondió que, en este momento, sí se está cumpliendo con el objetivo de inflación que es de 3 por ciento con un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual, recalcando que es un intervalo de variabilidad y no de tolerancia, considerando además que los factores que explican la desviación puntual del objetivo de 3 por ciento, han sido por choques transitorios en precios relativos. Asimismo, agregó la necesidad de sopesar adecuadamente la información de baja frecuencia en adición a la cíclica para evaluar la política monetaria. Ante esta afirmación, otro miembro agregó que se podría asegurar que se ha cumplido con el objetivo si la tendencia de la inflación es hacia el 3 por ciento oscilando alrededor de este número y, sin embargo, la inflación observada siempre ha estado por arriba y cercana a la cota superior del intervalo.

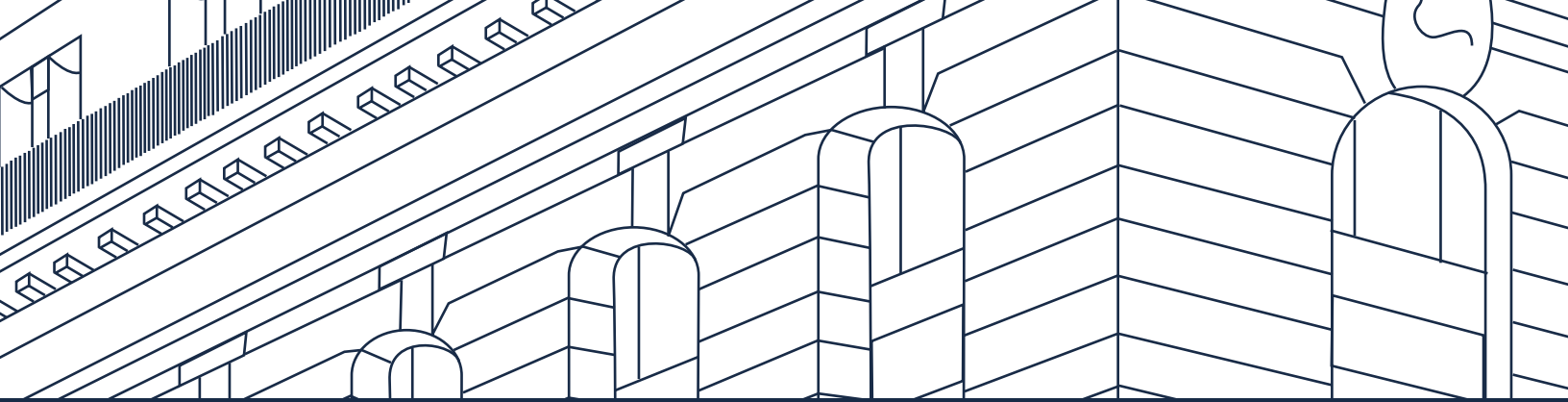
Por último, la mayoría de los miembros afirmó que la Junta de Gobierno deberá continuar atenta al comportamiento de todos los determinantes de la inflación para ajustar oportunamente la postura monetaria. Un miembro señaló en particular la evolución de los mercados financieros internacionales, principalmente el de la Unión Monetaria Europea. Otro miembro recalcó que se debe enviar un mensaje de neutralidad de la política monetaria hacia adelante. Así, agregó que el Banco de México procederá con cautela, pero con toda determinación, procurando con ello la convergencia hacia el objetivo permanente de inflación.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno del Banco de México, considerando las intervenciones hechas por sus integrantes, resolvió mantener en 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Esta decisión se adoptó por unanimidad de votos.

En particular, la Junta de Gobierno considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, por lo que ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta a la evolución de los mercados financieros internacionales, dado que un mejor comportamiento de éstos y considerando las

perspectivas para el crecimiento de la economía mexicana y de la inflación, en un contexto de gran laxitud 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. En cualquiera de los escenarios se procurará en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 11 de mayo de 2012

