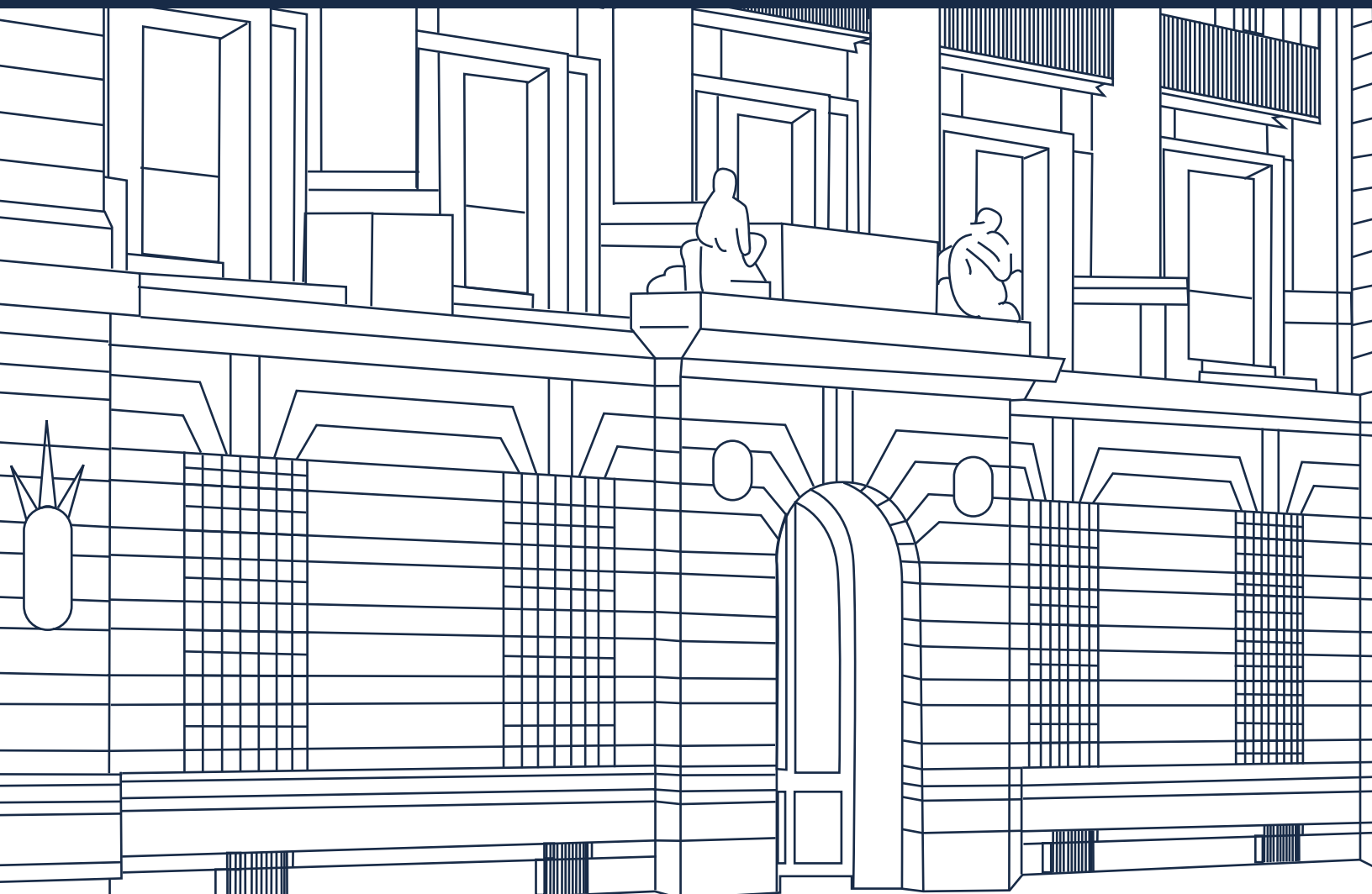




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 12

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 8 de junio 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: 7 de junio 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.

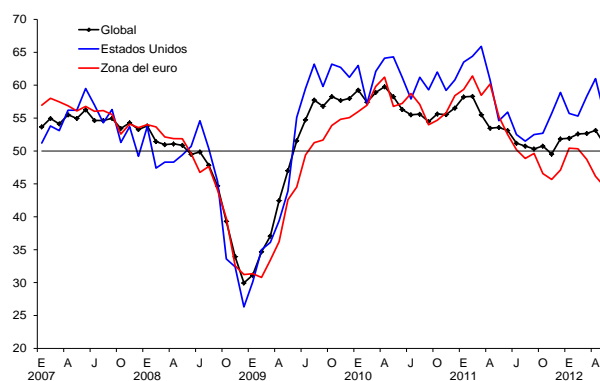
2.1. Perspectiva económica internacional

Ante la falta de soluciones definitivas a los problemas en Europa, se ha intensificado la retroalimentación negativa entre el debilitamiento de la actividad económica, la fragilidad en el sistema bancario y los problemas en mercados de deuda soberana en la región. Ello ha conducido a un incremento en la incertidumbre que se ha visto reflejado en un deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales. Así, el agravamiento de la difícil situación por la que atraviesa la Unión Monetaria Europea ha agudizado los riesgos a la baja para el entorno económico mundial. En Estados Unidos, la información disponible sigue apuntando hacia una expansión moderada. No obstante, se prevé que en esa economía persistan condiciones de holgura por varios trimestres, particularmente a la luz de la

debilidad del mercado laboral. Adicionalmente, prevalece el riesgo de que la reciente desaceleración de algunos indicadores económicos y la incertidumbre en torno al proceso de consolidación fiscal puedan conducir a un debilitamiento de la actividad económica en dicho país. En la mayoría de las economías emergentes se sigue observando una moderación en su ritmo de crecimiento ante la debilidad de la demanda interna y una demanda externa menos favorable.

Las condiciones en la zona del euro han seguido deteriorándose y sugieren un nuevo debilitamiento en la actividad económica (Gráfica 1). A ello ha contribuido un ambiente político incierto en Grecia, el agravamiento de la crisis fiscal y bancaria en España y los desacuerdos entre las autoridades europeas sobre las políticas necesarias para mantener y fortalecer la integridad de la Unión Monetaria.

Gráfica 1
Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero, Producción
Índice de difusión, a. e.

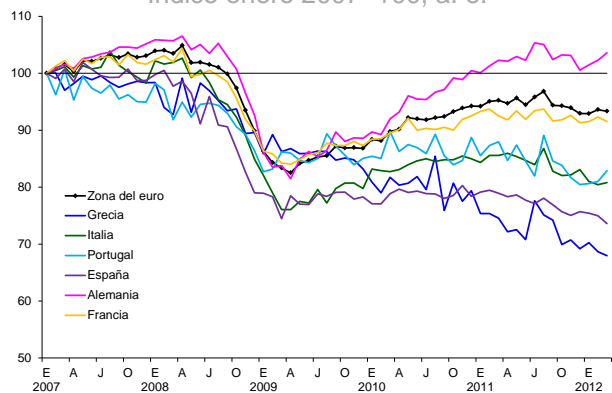


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

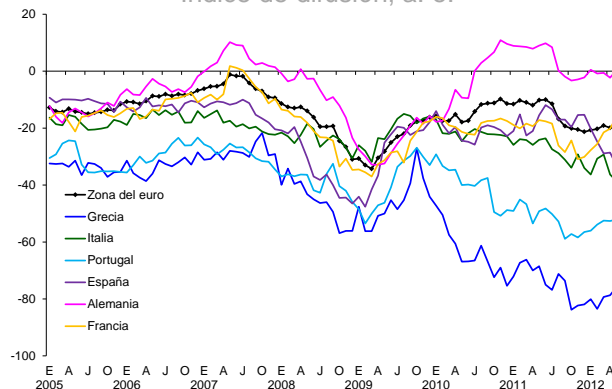
En marzo la producción industrial en la zona del euro registró una contracción que reflejó, principalmente, el deterioro en las economías de la periferia, particularmente España y Grecia (Gráfica 2). Así, el desempeño desfavorable de la economía de la zona del euro ha afectado de manera importante la confianza de los consumidores (Gráfica 3). Además, los indicadores prospectivos de clima de negocios y de empleo, después de haber mostrado cierta recuperación en los primeros meses del año, se han vuelto a deteriorar recientemente en la región.

Gráfica 2
Zona del Euro: Producción Industrial
Índice enero 2007=100, a. e.



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

Gráfica 3
Zona del Euro: Confianza del Consumidor
Índice de difusión, a. e.



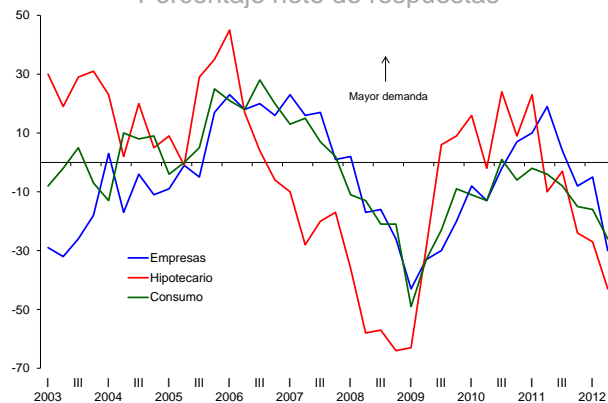
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Comisión Europea.

Por otro lado, debido al deterioro en las expectativas de crecimiento, la endeble situación del empleo y la incertidumbre sobre un ajuste desordenado de varias economías de la zona del euro, se ha intensificado la disminución en la demanda por préstamos bancarios (Gráfica 4). Esto, junto con el continuo apretamiento en las condiciones de otorgamiento de crédito, ha contribuido al proceso de desapalancamiento por el que atraviesan los bancos de la región.

De esta manera, continúa la retroalimentación negativa entre la debilidad de la actividad económica, el deterioro de los balances de las instituciones financieras de la región y las dificultades para alcanzar las metas fiscales, con sus implicaciones sobre los mercados de deuda soberana. Esto ha resultado en un incremento significativo de los indicadores de riesgo de crédito de los bancos y de los diferenciales de los

rendimientos de los bonos gubernamentales de varios países de la zona del euro, los cuales se han acercado de nuevo a los niveles observados a finales de 2011 (previo al anuncio de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo del Banco Central Europeo (BCE)) (Gráfica 5).

Gráfica 4
Zona del Euro: Demanda por Préstamos Bancarios en los 3 meses previos
Porcentaje neto de respuestas



Fuente: BCE, Bank Lending Survey.

Gráfica 5
Zona del Euro: Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito de Bancos y Diferencial de Rendimientos de Bonos Gubernamentales a 10 años
En puntos base



1/ Se refiere al diferencial del rendimiento del bono de 10 años de Francia, España, Italia y Portugal respecto del bono de Alemania. El 8 de diciembre de 2011 se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.

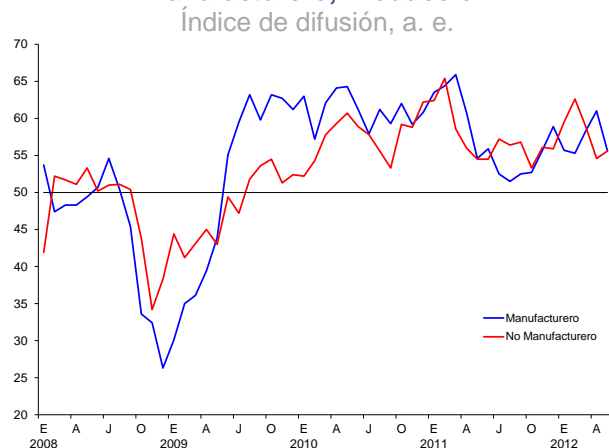
2/ Promedio CDS de 25 instituciones financieras europeas con grado de inversión.

Fuente: Bloomberg.

En este entorno de mayor incertidumbre se ha elevado significativamente el riesgo de una nueva caída en la actividad económica para la zona del euro en el segundo trimestre de 2012, después de que ésta se mantuvo prácticamente estancada en el primer trimestre del año.

En Estados Unidos, si bien algunos indicadores han mostrado cierta debilidad recientemente, la información disponible sigue apuntando hacia una expansión moderada (Gráfica 6). Los índices de perspectivas de los gerentes de compras, tanto del sector manufacturero como del no manufacturero, continúan sugiriendo un crecimiento sostenido de la actividad económica en el segundo trimestre del año.

Gráfica 6
EUA: Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y No Manufacturero, Producción
 Índice de difusión, a. e.



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

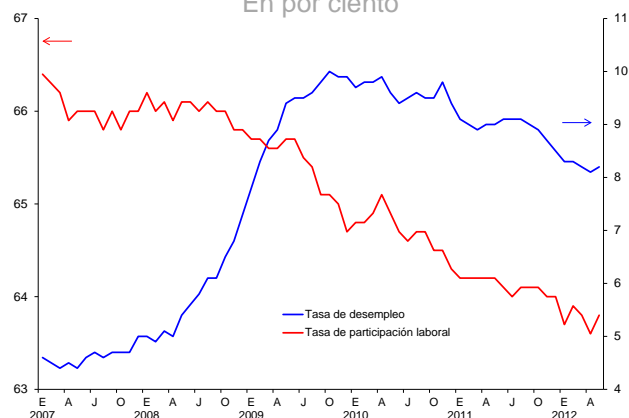
El gasto en consumo privado tuvo un crecimiento relativamente sólido en el primer trimestre del año y al inicio del segundo. Pero no es claro que este vigor vaya a sostenerse, al haberse financiado principalmente a través de reducciones del ahorro privado.

Por su parte, las condiciones en el mercado laboral en Estados Unidos se han debilitado en el segundo trimestre de 2012, al disminuir sensiblemente la creación de empleos en abril y mayo con respecto a los niveles observados en los primeros tres meses del año. El aumento en el empleo en mayo no fue suficiente para absorber el crecimiento de la fuerza laboral, por lo que la tasa de desempleo interrumpió su tendencia descendente al repuntar de 8.1 por ciento en abril a 8.2 por ciento en mayo (Gráfica 7).

Las condiciones crediticias en Estados Unidos han mejorado y se ha observado un crecimiento continuo de la demanda de préstamos bancarios desde el inicio de 2012 (Gráfica 8). En particular, la variación anual de los préstamos comerciales e industriales fue de casi 14 por ciento en abril de 2012. Además, los créditos al consumo ya

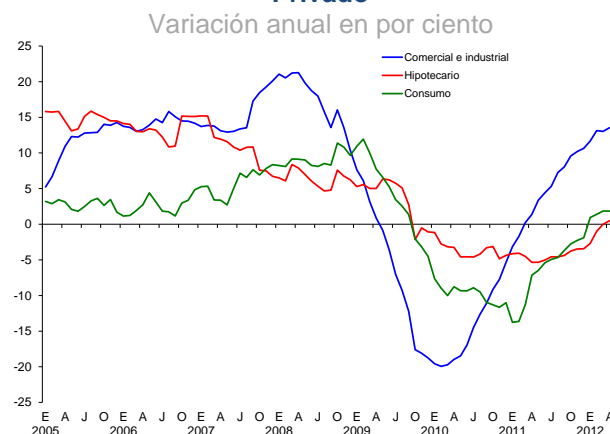
muestran una variación anual positiva, mientras que los hipotecarios han dejado de caer. Así, la expansión de la actividad también se ha visto apoyada por la recuperación del crédito bancario.

Gráfica 7
EUA: Tasa de Desempleo y de Participación de la Fuerza Laboral
 En por ciento



Fuente: BLS.

Gráfica 8
EUA: Crédito de Bancos Comerciales al Sector Privado
 Variación anual en por ciento



Fuente: Reserva Federal.

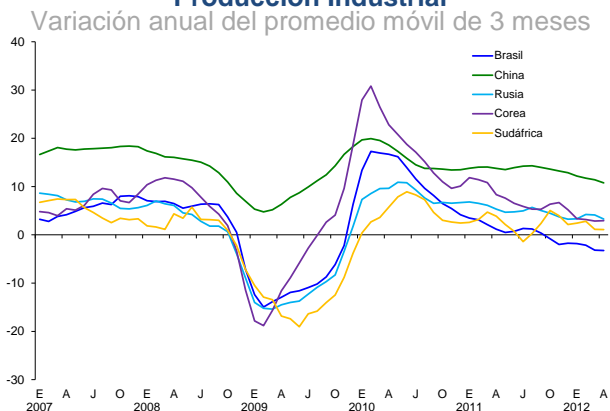
No obstante, prevalecen riesgos a la baja sobre la actividad económica en Estados Unidos. En un entorno de incertidumbre sobre la capacidad para lograr acuerdos políticos en aquel país, continúa siendo un factor de riesgo para la recuperación económica la entrada en vigor de las medidas de ajuste fiscal en 2013.

Otro factor de riesgo para los Estados Unidos proviene de un posible agravamiento de la situación en la zona del euro. Si bien la economía estadounidense y sus expectativas de crecimiento no se han visto afectadas aún de manera

importante por los acontecimientos en Europa, los riesgos a la baja se han incrementado en virtud de que la probabilidad de un evento catastrófico en dicho continente ha vuelto a aumentar.

En las economías emergentes ha continuado la moderación en su ritmo de expansión. El crecimiento de la producción industrial en estas economías ha perdido vigor desde comienzos de 2011, resintiendo la debilidad de la demanda de las economías avanzadas (Gráfica 9). Asimismo, en un contexto caracterizado por una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas, se ha observado un ajuste de portafolio hacia activos considerados como de menor riesgo, lo que ha dado lugar a un incremento en la volatilidad en los mercados financieros de países emergentes y a depreciaciones significativas de sus monedas.

Gráfica 9
Economías Emergentes:
Producción Industrial



Nota: Sudáfrica con información a marzo.

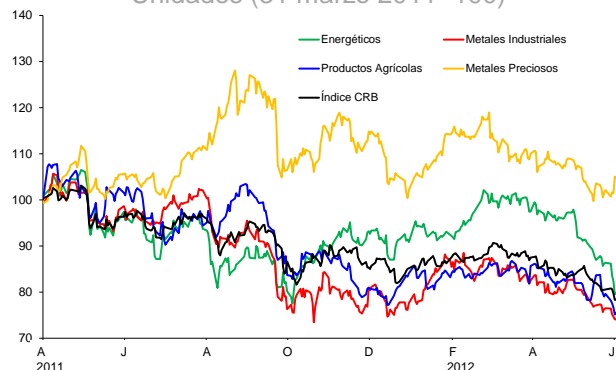
Fuente: Bloomberg, Oficinas de Estadística Nacionales.

Por su parte, los precios de materias primas disminuyeron al incorporar no sólo el deterioro de los mercados financieros, sino también la expectativa de un menor crecimiento económico en China y en la mayoría de los países desarrollados (Gráfica 10). Destacó la caída de alrededor de 20 por ciento de los precios del petróleo desde principios de mayo; de hecho, el crudo de referencia tipo Brent que superó los 125 dólares por barril a principios de abril, llegó a cotizarse por debajo de los 100 dólares, su nivel más bajo desde principios de 2011.

En este contexto de mayor debilidad de la actividad económica y de menores precios de las materias primas, los analistas económicos continúan anticipando, tanto para países avanzados, como emergentes, niveles de inflación para 2012 y 2013

menores que los observados en 2011. De esta forma se prevé que la postura monetaria continúe siendo acomodaticia en la gran mayoría de las economías.

Gráfica 10
Materias primas: Índice de Precios por Sector
Unidades (31 marzo 2011=100)



Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos ha continuado la tendencia a la baja de la inflación general anual, la cual se situó en 2.3 por ciento en abril, comparada con 2.7 por ciento en marzo. En su reunión de política monetaria de abril, la Reserva Federal dejó inalterada su banda objetivo para la tasa de fondos federales, en 0 a 0.25 por ciento. En su comunicado señaló que anticipa que las condiciones económicas actuales, como las bajas tasas de utilización de recursos y las favorables perspectivas de inflación de mediano plazo, probablemente sean propicias para que la tasa de política se mantenga en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta finales de 2014.

En la zona del euro, si bien la inflación anual ha permanecido por encima del objetivo de inflación del BCE, inferior pero cercana al 2 por ciento, ésta ha registrado una tendencia descendente en los últimos meses. Luego de situarse en 2.6 por ciento en abril de 2012, la inflación general anual disminuyó a 2.4 por ciento en mayo, de acuerdo a la estimación oportuna de Eurostat. En su reunión de junio, el BCE mantuvo sin cambio su tasa de política en 1 por ciento, pero decidió extender la conducción de sus operaciones regulares de refinanciamiento (incluyendo las de tres meses) con adjudicación plena y a tasa fija por el tiempo que sea necesario y al menos hasta el 15 de enero de 2013.¹

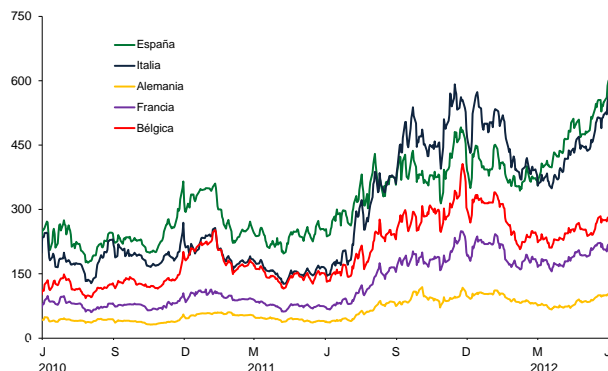
¹ En su reunión de octubre de 2011, el BCE había decidido extender estas operaciones de refinanciamiento hasta el 10 de julio de 2012.

En las principales economías emergentes se ha observado una tendencia a la baja en la inflación. La inflación anual al consumidor en China disminuyó de 3.6 por ciento en marzo a 3.4 por ciento en abril. El Banco Central de China anunció en junio una reducción de 25 puntos base en su tasa de préstamo situándola en un nivel de 6.31 por ciento. Este es el primer recorte desde diciembre de 2008 y se suma a dos disminuciones en sus requerimientos de reserva bancarios en los últimos meses. Por su parte, la inflación en Brasil se redujo de 5.1 por ciento en abril a 5.0 por ciento en mayo. El Banco Central de Brasil decidió reducir su tasa de política en 50 puntos base a 8.50 por ciento en su reunión de mayo (con lo que suma una disminución de 400 puntos base desde agosto de 2011).

2.2. Evolución financiera reciente

Como se señaló, en las últimas semanas se intensificó el pesimismo respecto de la crisis de deuda soberana en Europa. Destacó particularmente la inestabilidad de los mercados financieros en Grecia y España. En este contexto, se observaron alzas importantes de las tasas de interés principalmente en España e Italia, además de un incremento a niveles históricamente elevados de los costos de protección ante incumplimiento de pago (CDS) de varios países de la zona del euro (Gráfica 11 y Gráfica 12). De esta forma, los efectos favorables sobre los mercados de deuda soberana de las operaciones de provisión de liquidez de largo plazo efectuadas por el BCE, se revirtieron parcialmente en las últimas semanas.

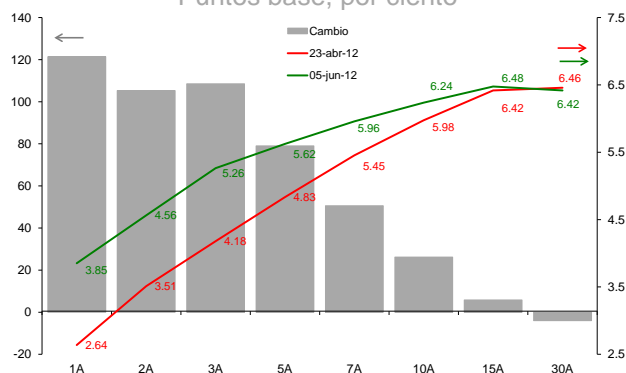
Gráfica 12
Zona del Euro: Costo de Protección ante Incumplimiento de Pago (CDS) a 5 años
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

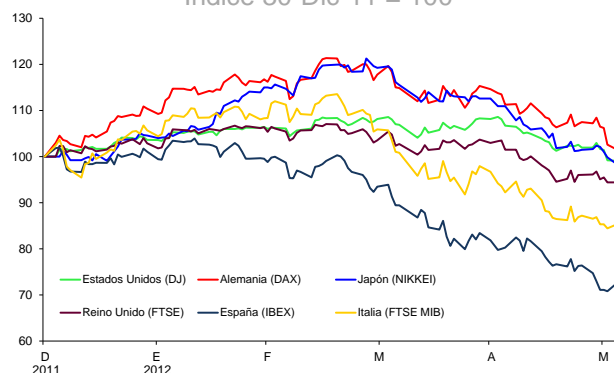
La inestabilidad de los mercados financieros europeos se reflejó en una fuerte caída de los índices accionarios tanto de la región como del resto del mundo (Gráfica 13). Algunos de los principales índices de referencia en los mercados desarrollados tuvieron pérdidas superiores a 10% desde mediados del mes de abril. Destacó la caída en el precio de las acciones de algunos de los principales bancos globales ante la expectativa de una desaceleración adicional de la actividad económica y el consecuente deterioro de sus carteras de crédito. Adicionalmente, preocupa que las continuas disminuciones a las calificaciones crediticias de los bancos resulten en costos de financiamiento más elevados, en un menor volumen de negocios y, por lo tanto, en menores utilidades del sector financiero en el futuro próximo.

Gráfica 11
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales de España
Puntos base, por ciento



Fuente: Bloomberg.

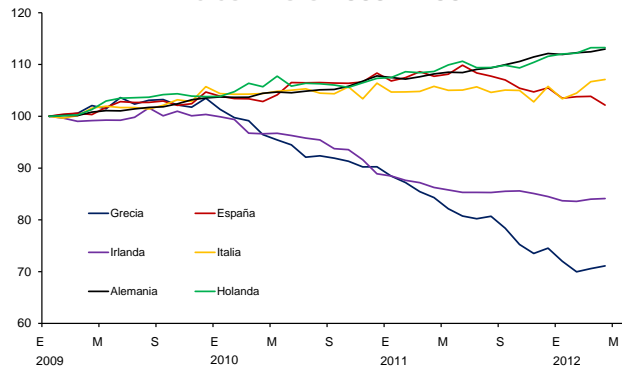
Gráfica 13
Principales Índices Accionarios
Índice 30-Dic-11 = 100



Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro, continuó observándose una disminución de los depósitos bancarios en varios países con posiciones fiscales comprometidas, incluyendo a Grecia, Irlanda, y España. En contraste, el saldo de los depósitos en bancos de países cuyo sistema financiero se percibe menos vulnerable, tales como los de Alemania y Holanda, ha aumentado en los últimos meses (Gráfica 14).

Gráfica 14
Zona del Euro: Depósitos Totales en el Sistema Bancario de Países Seleccionados
 Índice Enero 2009 = 100



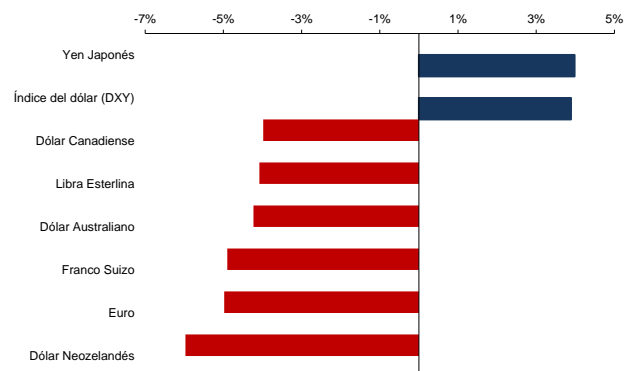
Fuente: Bloomberg.
 Datos al 30 de abril de 2012.

La recomposición de las carteras hacia activos de menor riesgo se reflejó también en una fuerte apreciación del dólar y del yen frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 15). De hecho, las posiciones largas dólares de aquellos inversionistas que se definen como especuladores en los mercados de futuros alcanzaron niveles históricamente altos en las últimas semanas. Sobresalió, además, la depreciación del euro, divisa que alcanzó su cotización más baja frente al dólar en los últimos dos años.

La mayor demanda de activos de refugio de valor, resultó en una disminución adicional de las tasas de interés de la deuda pública de algunos países, alcanzando niveles históricamente bajos en Alemania, Estados Unidos y Reino Unido (Gráfica 16).

Gráfica 15
Rendimiento de Divisas Seleccionadas frente al Dólar

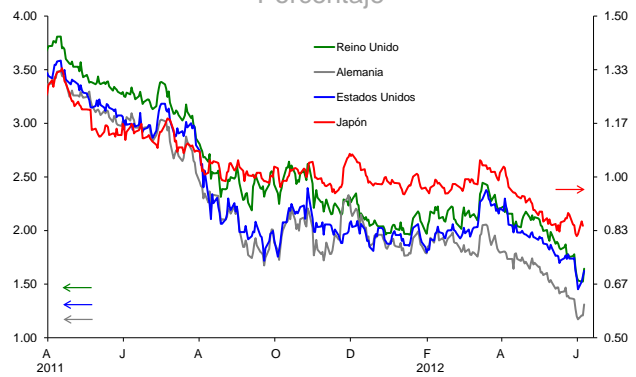
Porcentaje (Del 23 de abril al 6 de junio de 2012)



Nota: El Índice DXY, es un promedio ponderado del tipo de cambio nomina del dólar respecto de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 16
Tasa de Bonos Gubernamentales con Vencimiento a 10 años

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

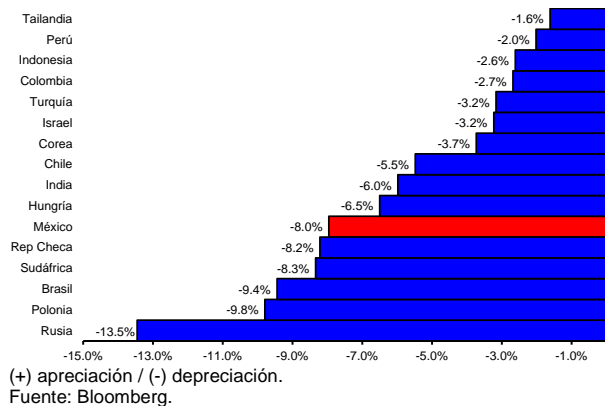
2.2.1 Mercados emergentes

Los activos de los principales países emergentes también se deterioraron como consecuencia de la intensificación de la crisis financiera en Europa. De tal forma, se observó una depreciación generalizada de las divisas frente al dólar y pérdidas importantes en los mercados accionarios (Gráfica 17 y Gráfica 18). En algunos países incluso se tomaron medidas de política cambiaria para contener la depreciación registrada.

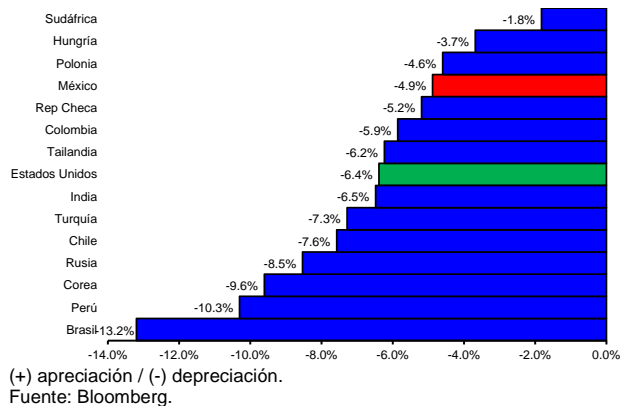
La anticipación de menores presiones inflacionarias se reflejó en una expectativa de menores tasas de interés en las economías emergentes. Sin embargo, el ajuste de las tasas fue moderado

debido a la incertidumbre que ha generado el impacto potencial de la reciente depreciación cambiaria sobre el comportamiento de la inflación.

Gráfica 17
Variación Porcentual de Divisas Seleccionadas
Periodo del 23 de abril al 4 de junio de 2012



Gráfica 18
Variación Porcentual de los Índices Accionarios para Países Seleccionados
Periodo del 23 de abril al 4 de junio de 2012



2.2.2 Mercados en México

En México el peso no fue ajeno al estrés de los mercados financieros internacionales y se depreció hasta alcanzar sus niveles máximos del año (Gráfica 19). En congruencia con este movimiento, durante el último mes se observó una disminución en la posición cambiaria larga pesos de corto plazo de los inversionistas extranjeros.

Dada la volatilidad observada en el peso durante el periodo, en dos ocasiones el Banco de México vendió dólares al mercado a través del mecanismo de subasta de dólares con precio mínimo de 2 por

ciento por arriba del tipo de cambio fix del día hábil inmediato anterior. El 23 de mayo se vendieron 258 millones, mientras que el 31 de mayo se vendieron 107 millones de dólares (Gráfica 19). La última vez que se habían vendido dólares al mercado a través de este mecanismo fue el 17 de diciembre de 2009.

Gráfica 19
Tipo de Cambio Peso Dólar
Pesos por dólar

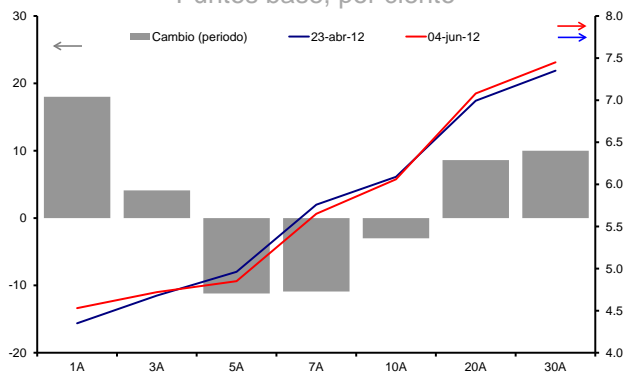


Nota: Cotizaciones tomadas intradía cada 10 minutos.
Fuente: Bloomberg y Banco de México.

A pesar de la volatilidad y de la depreciación del peso, las condiciones de liquidez y de volumen de operación en el mercado cambiario no se deterioraron tanto como en el último trimestre del año pasado. De hecho, una vez más, el volumen de operación en el mercado se incrementó de manera importante en los días de mayor depreciación.

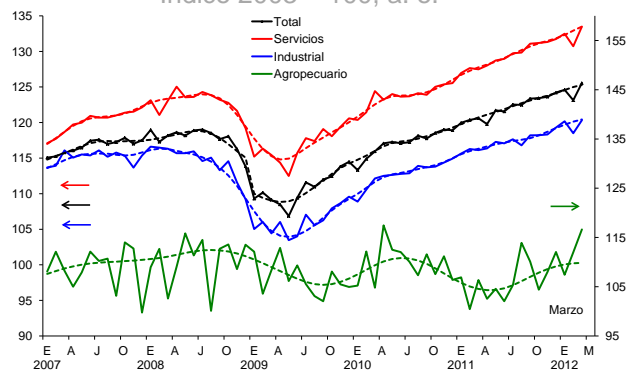
Durante el periodo destacó el limitado impacto que la volatilidad y la depreciación del tipo de cambio tuvo sobre el nivel de las tasas del sector intermedio y largo de la curva de rendimiento (Gráfica 20). En gran medida esta evolución favorable de las tasas fue producto de la percepción de que la inflación en México y la cotización del peso están relativamente bien ancladas en el mediano plazo, lo que se manifestó en un constante flujo de entrada de inversionistas extranjeros a dichos plazos. Finalmente, la expectativa tanto de los analistas como aquella implícita en los precios de los instrumentos de mercado, es que el Banco de México mantendrá sin cambio su postura de política monetaria por el resto del año.

Gráfica 20
Curva de Rendimiento
Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con datos de PIP.

Gráfica 21
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 (SCNM), INEGI.

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

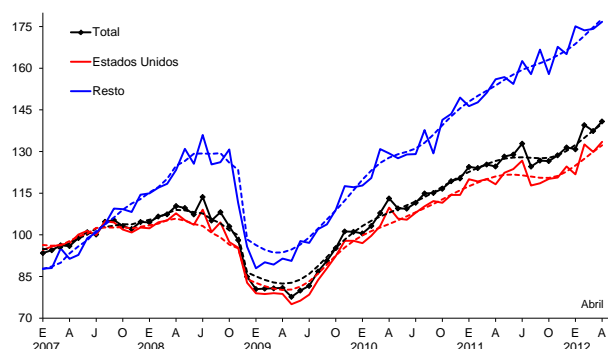
2.3.1. Actividad económica

En el primer trimestre de 2012, la actividad económica siguió mostrando una trayectoria positiva. En particular, tanto la actividad del sector industrial, como la del sector servicios, continuaron mostrando una tendencia al alza, mientras la producción del sector agropecuario presentó una recuperación asociada a la mitigación de los efectos de la sequía registrada en 2011 (Gráfica 21).

El desempeño anterior refleja, en buena medida, el dinamismo de las exportaciones manufactureras y su efecto sobre la producción de dicho sector y sobre los niveles de actividad de los servicios más asociados al sector externo de la economía. A su vez, el comportamiento del sector exportador se derivó tanto del repunte de la demanda externa en los primeros meses del año, como de la depreciación del tipo de cambio real observada en la segunda mitad de 2011 y también más recientemente.

En particular, el dinamismo del sector manufacturero está asociado, en parte, con el incremento en la demanda proveniente de Estados Unidos. No obstante, también se observó un renovado dinamismo en las exportaciones manufactureras dirigidas a destinos distintos de Estados Unidos (Gráfica 22).

Gráfica 22
Exportaciones Manufactureras Totales
Índice 2007 = 100, a. e.



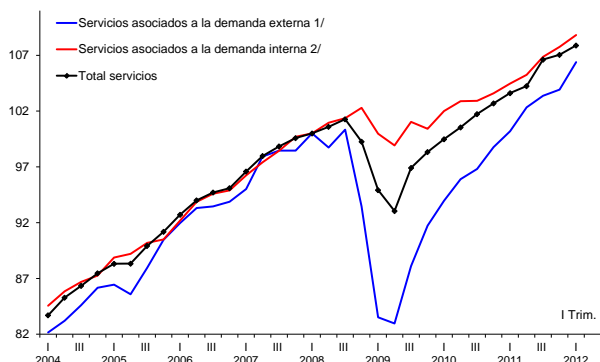
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, como ya se mencionó, el mayor dinamismo del sector servicios en el primer trimestre de 2012 refleja en buena medida el comportamiento de los servicios más asociados al sector externo, como lo son el comercio y transportes, correos y almacenamiento, ya que algunos servicios más asociados con la demanda interna, como lo son los de apoyo a los negocios, inmobiliarios y alquiler, y de alojamiento y preparación de bebidas y alimentos, presentaron una ligera desaceleración en su crecimiento (Gráfica 23 y Gráfica 24).

Gráfica 23 PIB: Agregados del Sector de Servicios

Índices I trimestre de 2008 = 100, a.e.



1/ Incluye los subsectores de comercio y transporte, correos y almacenamiento.

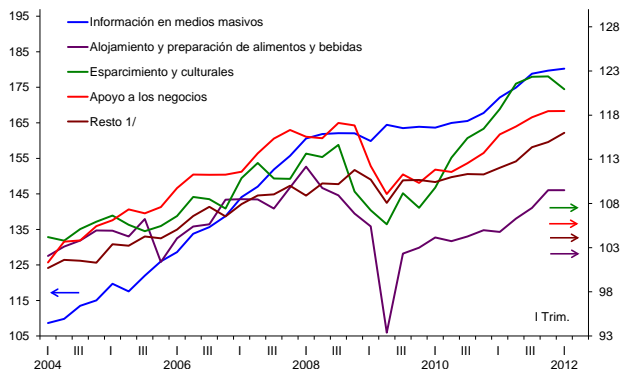
2/ Sector servicios sin incluir los subsectores de comercio y transporte, correos y almacenamiento.

a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaboración de Banxico con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 24 PIB del Sector de Servicios: Sectores Asociados a la Demanda Interna

2003 = 100, a.e.



1/ Incluye dirección de corporativos de empresas, servicios profesionales, educativos, de salud, otros servicios y actividades del gobierno.

a.e. / Cifras con ajuste estacional.

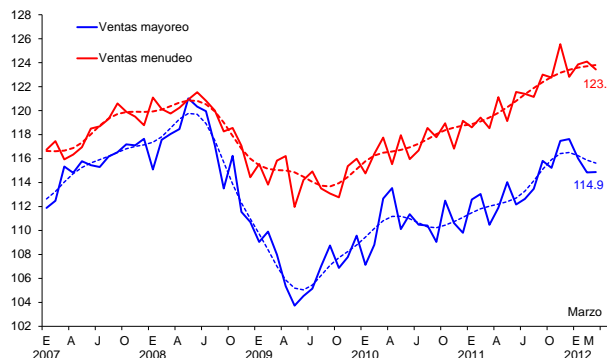
Fuente: Elaboración de Banxico con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En lo referente a la demanda interna, en el primer trimestre de 2012 ésta continuó mostrando una tendencia positiva, si bien algunos indicadores del consumo privado y sus determinantes presentaron una desaceleración. En efecto, en los primeros meses del año se registró una moderación en el ritmo de expansión de las ventas al menudeo, así como una reducción de las ventas al mayoreo (Gráfica 25). Por su parte, las remesas familiares se han estancado en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis (Gráfica 26). Asimismo, el ingreso promedio real de los trabajadores continuó presentando variaciones

anuales negativas, lo cual influyó en la evolución de la masa salarial real (Gráfica 27).

Gráfica 25 Ventas en los Establecimientos Comerciales

Índices 2003 = 100, a.e.

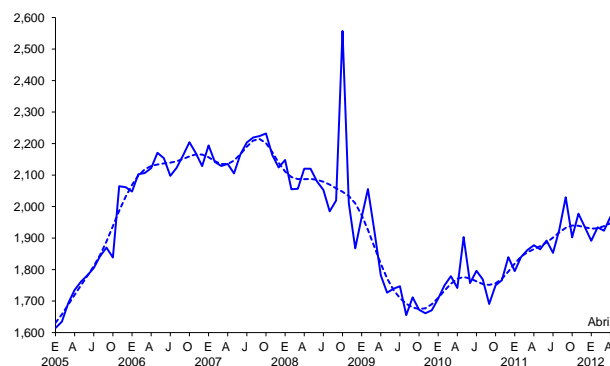


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 26 Remesas Familiares

Millones de dólares, a.e.

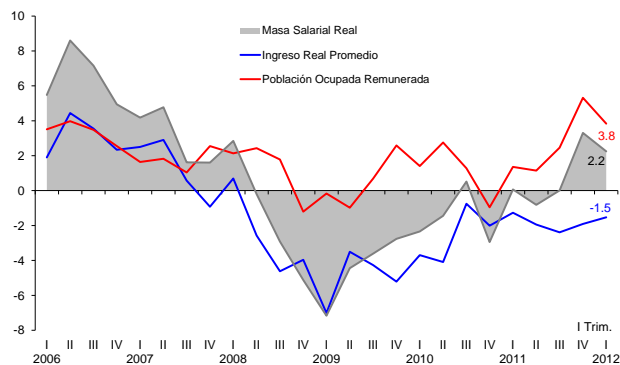


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Banco de México.

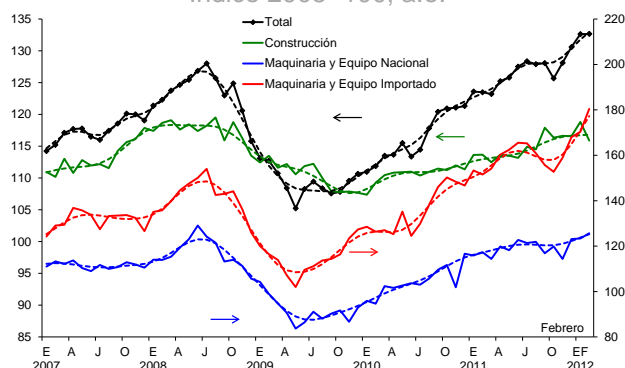
En contraste, la inversión fija bruta mostró un repunte en su ritmo de crecimiento durante los primeros meses de 2012, especialmente en lo que corresponde a la inversión en maquinaria y equipo importado (Gráfica 28). Este mayor dinamismo de la inversión parecería estar respondiendo, en parte, al hecho de que el porcentaje de utilización de la capacidad instalada de la industria manufacturera ha continuado mostrando una tendencia al alza hasta alcanzar niveles cercanos a los registrados antes de la crisis, si bien con cierta volatilidad.

Gráfica 27
Masa Salarial Real Total^{1/}
Variaciones porcentuales anuales



1/ Los datos a partir de 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 28
Inversión y sus Componentes
Índice 2005=100, a.e.



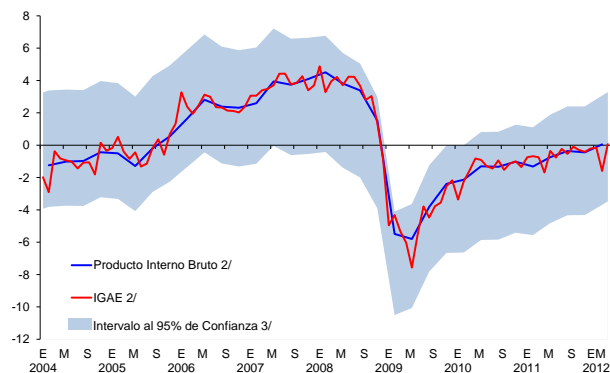
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1 Determinantes de la inflación

La información más reciente sugiere que la brecha del producto continuó cerrándose durante el primer trimestre del año, de manera congruente con el desempeño de la economía antes descrito (Gráfica 29). No obstante, los indicadores tanto del mercado laboral como del mercado de crédito, muestran que aún persisten condiciones de relativa holgura en dichos mercados. Asimismo, la cuenta corriente ha mantenido un saldo deficitario reducido y plenamente financiable por la entrada de recursos al país. Así, continúan sin registrarse presiones de demanda sobre los precios de los principales insumos, ni sobre las cuentas externas del país.

Gráfica 29
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial.



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

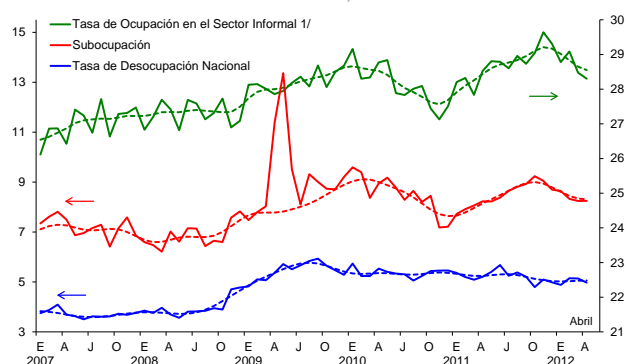
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2012; cifras del IGAE a marzo de 2012.

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

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

Profundizando en las condiciones que presenta el mercado laboral, destaca que si bien las tasas de ocupación en el sector informal y de subocupación han mostrado recientemente una ligera tendencia a la baja, éstas, así como la tasa de desocupación nacional, continúan en niveles superiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 30).

Gráfica 30
Tasas de Subocupación, de Desocupación y de Ocupación en el Sector Informal
Por ciento, a. e.



1/ Desestacionalización elaborada por Banco de México.

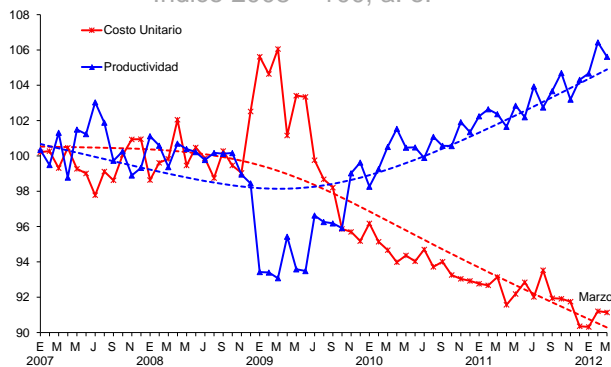
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Estas condiciones han contribuido a que los incrementos salariales continúen siendo moderados. Lo anterior, junto con la tendencia creciente de la productividad media del trabajo, ha conducido a que los costos laborales unitarios continúen mostrando una tendencia negativa (Gráfica 31). De esta manera, dichos costos no han

sido un factor generador de presiones sobre la inflación.

Gráfica 31
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 2008 = 100, a. e.



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

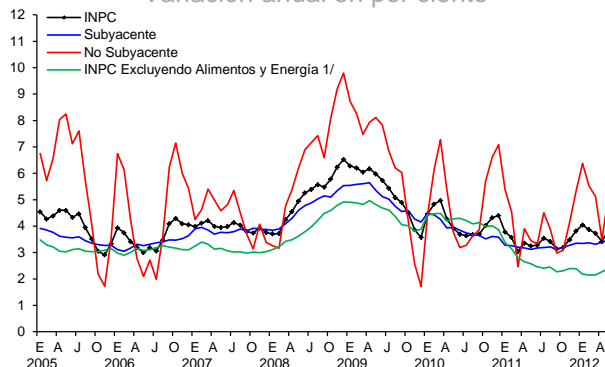
El financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose a un ritmo similar al observado en meses anteriores. Por el lado de las empresas, éstas continuaron emitiendo deuda, tanto en el mercado externo como en el interno. Del mismo modo, el crédito bancario otorgado a las empresas mantuvo su tendencia sostenida de crecimiento. En lo que respecta a los hogares, tanto el crédito para la adquisición de vivienda como los préstamos al consumo registraron tasas de expansión conformes a las observadas en trimestres previos. Así, en contraste con lo que sucede en otras economías, el financiamiento al sector privado no financiero en México continúa prolongando su trayectoria de expansión, sin apuntar hacia posibles problemas de sobrecalentamiento, como lo reflejan los niveles históricamente bajos de las tasas de interés y los bajos índices de morosidad de la cartera de crédito.

2.3.2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

Durante mayo de 2012 la inflación general anual fue 3.85 por ciento (en marzo fue 3.73, Gráfica 32 y Cuadro 1). Al respecto, las inflaciones anuales subyacente y no subyacente anual se situaron respectivamente en 3.48 y 5.15 por ciento (en marzo fueron 3.31 y 5.12 por ciento, Gráfica 32 y Cuadro 1). Por su parte, la inflación general anual excluyendo alimentos y energía –la cual coincide con la definición de la inflación subyacente que se utiliza en Estados Unidos y algunos otros países–

presentó un nivel de 2.39 por ciento, mientras que en marzo fue 2.16 por ciento (Gráfica 32).

Gráfica 32
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



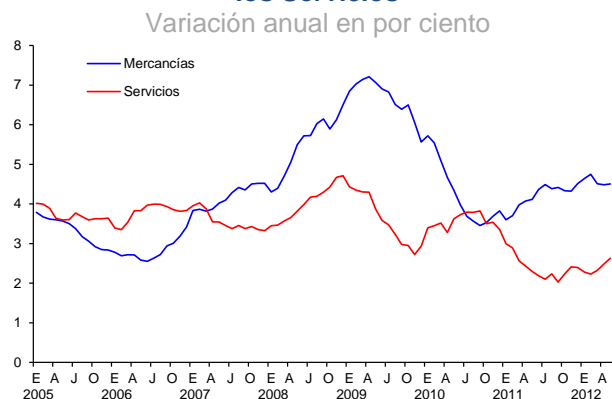
Fuente: Banco de México e INEGI.
 1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

Respecto a los subíndices de precios que integran al componente subyacente, el de mercancías continúa mostrando una ligera disminución, mientras el correspondiente a los servicios se mantiene en niveles bajos. En particular, la inflación que corresponde al subíndice de las mercancías alcanzó durante mayo de 2012 un nivel de 4.50 por ciento (en marzo fue 4.51 por ciento, Gráfica 33 y Cuadro 1), destacando especialmente el mayor ritmo de crecimiento de los precios de los automóviles. A su vez, la inflación anual del subíndice de los servicios fue de 2.63 por ciento (en marzo fue 2.32 por ciento, Gráfica 33 y Cuadro 1). Este último resultado fue influido en gran medida por la evolución de los precios de la telefonía móvil, los cuales no han reflejado bajas de la misma magnitud a las que se observaron en el mismo periodo del año previo.

La evolución de la inflación no subyacente anual durante el periodo que se reporta fue determinada primordialmente por la volatilidad en el comportamiento de los precios del grupo de las frutas y verduras. Así, mientras que en mayo de 2012 la tasa de variación anual de este grupo fue de -2.14 por ciento, en abril había sido -13.50 y en marzo -5.05 por ciento. Por su parte, la inflación anual del grupo de los productos pecuarios disminuyó al ubicarse en 10.79 por ciento (en marzo fue 12.12 por ciento). En lo que se refiere al subíndice de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno, la variación anual de éste se situó en 4.89 por ciento (este dato fue 5.16 en marzo, Cuadro 1). Este resultado fue producto de las menores tasas de variación anual en las tarifas

eléctricas, en los precios del gas natural y en los derechos por el suministro de agua.

Gráfica 33
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

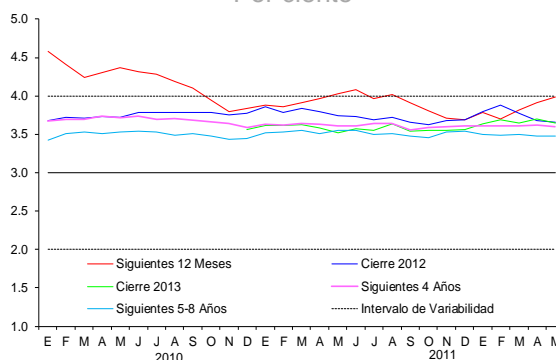


Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, las expectativas de inflación se han mantenido estables, dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento. En cuanto a las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado correspondientes a horizontes de corto plazo, éstas han presentado un comportamiento diferenciado para el cierre de 2012 y 2013. Así, para el cierre de 2012 éstas registran un ajuste a la baja, mientras que para 2013 se han mantenido sin mayores cambios. De acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, en mayo de 2012 el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 se ubicó en 3.65 por ciento, nivel inferior al 3.78 por ciento registrado en la encuesta de marzo de 2012 (Gráfica 34). Lo anterior se debió a que la media de las expectativas del componente subyacente se redujo de 3.55 por ciento en marzo a 3.50 por ciento en mayo, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente presentó un ajuste considerable a la baja pasando de 4.52 a 4.18 por ciento en el periodo señalado. En lo referente a las expectativas de inflación para el cierre de 2013, éstas se mantuvieron sin cambios en un nivel de 3.65 por ciento, tanto en la encuesta de marzo como en la de mayo. Este comportamiento resultó de que la media de las expectativas del componente no subyacente presentó un ajuste al alza pasando de 4.03 por ciento en marzo a 4.30 por ciento en mayo, mientras que la media del componente subyacente presentó un ajuste a la baja al pasar de 3.53 a 3.46 por ciento en el periodo señalado.

En lo referente a las expectativas de inflación correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo, éstas han permanecido estables en los últimos meses. De acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas para los siguientes 4 años se mantuvo alrededor de 3.6 por ciento, y el promedio correspondiente al periodo de 5 a 8 años permaneció cerca de 3.5 por ciento. Lo anterior indica que las expectativas de inflación para los horizontes de mayor plazo permanecen bien ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 34).

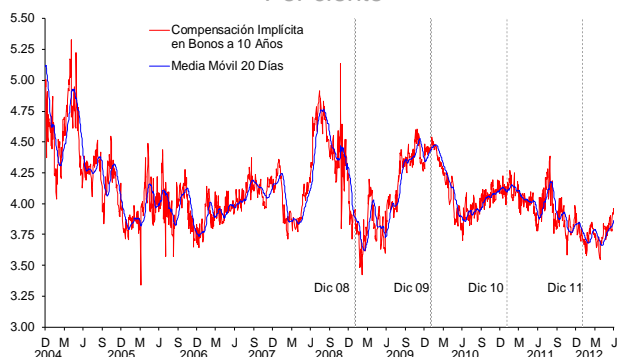
Gráfica 34
Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas de Banco de México.

Como complemento a la información que proviene de las encuestas, la compensación por inflación y riesgo inflacionario resultante de la 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 se ha ubicado en niveles alrededor de 3.8 por ciento en promedio durante abril y mayo. De ahí se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo permanecen por debajo de dicho nivel, toda vez que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo (Gráfica 35).

Gráfica 35
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 corresponde a la trayectoria prevista para la inflación, ésta se mantiene sin cambios. Así, se estima que para lo que resta de 2012 y para 2013 la inflación general anual se sitúe en un intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento, y que en 2013, ésta se acerque a la parte inferior de dicho intervalo. En cuanto a los riesgos asociados a esta previsión, no puede descartarse el riesgo al alza derivado de la reciente depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, este riesgo parecería ser moderado debido a la evidencia estadística de un bajo traspaso a la inflación y a la expectativa por parte de los analistas de que la referida depreciación se revierta en los siguientes meses. Por otra parte, los riesgos a la baja se han intensificado como consecuencia de la reciente dinámica de los precios de las materias primas y de que ha aumentado la probabilidad de un 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	Abril 1q 2012	Mayo 2012
INPC	3.82	3.40	3.85
Subyacente	3.35	3.34	3.48
Mercancías	4.52	4.44	4.50
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.32	6.39	6.32
Mercancías no Alimenticias	2.39	2.94	3.11
Servicios	2.40	2.44	2.63
Vivienda	2.04	1.93	1.86
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.32	4.53
Otros Servicios	2.27	2.43	2.88
No Subyacente	5.34	3.57	5.15
Agropecuarios	3.73	1.18	5.60
Frutas y Verduras	-4.37	-13.15	-2.14
Pecuarios	9.76	11.84	10.79
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.19	4.94	4.89
Energéticos	8.30	7.45	7.65
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.39	0.54	0.33

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.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que las dificultades en la zona del euro han conducido a una mayor incertidumbre y volatilidad financiera, así como a un deterioro en las expectativas de crecimiento de la economía mundial. Según la mayoría de los miembros, dicho entorno ha implicado un deterioro del balance de riesgos para el crecimiento de México, si bien un miembro considera que dicho balance ha mejorado. Todos los miembros argumentaron que la economía mexicana se ha mostrado resistente ante este entorno. En lo que respecta al balance de riesgos para la inflación, la mayoría de los miembros afirmó que se mantiene sin cambios, mientras que otros consideraron que ha empeorado.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que las condiciones prevalecientes en la economía mundial se han deteriorado como consecuencia de la mayor incertidumbre y volatilidad financiera generadas por las dificultades para solucionar la problemática que persiste en la zona del euro. Algunos miembros afirmaron que dicha situación a su vez continúa constituyéndose como un factor que ha aumentado el riesgo de un evento catastrófico. Asimismo, la mayoría señaló un empeoramiento adicional en las perspectivas de crecimiento mundial.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que los problemas financieros y fiscales en la zona del euro se agravaron, lo que ha conducido a una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este sentido, la mayoría de los miembros de la Junta recaló que el conjunto de medidas adoptadas hasta ahora en la zona no parece haber sido suficientes para convencer a los mercados de que se ha alcanzado una solución definitiva, lo que ha intensificado la retroalimentación negativa entre la actividad económica, la salud de los sistemas bancarios y los mercados de deuda soberana de la región. En efecto, la mayoría de los miembros señaló que las

condiciones de financiamiento para los gobiernos y los bancos de la mayoría de las economías de la zona del euro se han deteriorado, enfatizando que las tasas de interés y los costos de protección ante el incumplimiento de pago han aumentado. Además, un miembro mencionó el colapso de la demanda agregada que se ha dado como consecuencia de las medidas fiscales adoptadas, la contracción del crédito, el desapalancamiento de las familias y de las empresas y la incertidumbre hacia el futuro, lo cual ha generado un mayor ahorro precautorio. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta destacó los problemas de finanzas públicas y del sistema bancario que prevalecen en Grecia y España. Un miembro afirmó que ya se están observando importantes retiros de depósitos de los bancos griegos. Además, otro miembro señaló que en España, si bien los depósitos de menudeo se han movido hacia los bancos españoles considerados más solventes, algunos depósitos corporativos han emigrado del país como consecuencia de las reducciones en las calificaciones de las instituciones financieras.

En este contexto, la mayoría de los miembros indicó que la probabilidad de que Grecia abandone la unión monetaria ha aumentado. Algunos miembros enfatizaron que la incertidumbre asociada a este evento podría estarse exacerbando por la posibilidad de que se dé un rechazo a las medidas de austeridad acordadas con las autoridades europeas y el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, algunos miembros recalcaron que existiría en ese caso la posibilidad de que la salida de Grecia de la unión monetaria afecte la estabilidad financiera de la zona y del resto del mundo, dadas las posibilidades de un contagio, por lo que concluyeron que la probabilidad de un evento catastrófico ha aumentado. Debido a la dificultad que enfrentan los gobiernos para persuadir a sus sociedades de los ajustes indispensables, un miembro además apuntó que, en el futuro previsible, no se vislumbra una solución a los problemas de esa región. Reflejando lo anterior, todos los miembros de la Junta coincidieron en que los problemas en la zona del euro han conducido a un deterioro en las perspectivas relativas a la evolución de la actividad económica en dicha región.

En cuanto a Estados Unidos, la mayoría de los miembros de la Junta concordó en que la economía de ese país continúa mostrando una expansión. Un miembro enfatizó el desempeño que, en este sentido, han presentado el consumo y la inversión del sector privado, así como el comercio exterior.

Agregó que la reanimación de esta economía se ha apoyado en un mayor vigor del crédito bancario, especialmente el comercial e industrial, lo que a su juicio refleja el saneamiento del sistema financiero y la mejoría en las expectativas económicas de ese país. Asimismo, mencionó que los índices de perspectivas de los gerentes de compras de los sectores manufactureros y de servicios en dicha economía se han mantenido en zona de expansión y que se revisó al alza el pronóstico de producción industrial. No obstante, algunos miembros señalaron que el ritmo de crecimiento de esta economía ha sido moderado y que algunos indicadores recientes se han ubicado por debajo de las expectativas de los analistas, introduciendo dudas respecto al vigor de la recuperación que pudiese presentar. En efecto, algunos miembros mencionaron que se observó una interrupción en la mejoría que venía presentando el mercado laboral, que prevalecen los problemas estructurales de esta economía y que continúa la incertidumbre relacionada con el proceso de consolidación fiscal que podría llevarse a cabo en ese país. Adicionalmente, algunos miembros argumentaron que, en un contexto en el que se observan niveles de actividad muy por debajo del PIB potencial y que persisten condiciones de holgura, hubo una revisión a la baja en el PIB del primer trimestre del año. La mayoría de los miembros de la Junta argumentó que las perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos sugieren un crecimiento moderado en los siguientes años.

Todos los miembros de la Junta recalcaron que la incertidumbre prevaleciente en los mercados como consecuencia de la situación en Europa propició un aumento en la aversión al riesgo global, incrementando la búsqueda de activos de refugio de valor y conduciendo, a su vez, a una gran volatilidad en los precios de los activos de las economías emergentes y a una depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar. Un miembro destacó que la curva de rendimientos de Estados Unidos ya se ha desplazado a la baja, mientras que otros miembros enfatizaron las fuertes caídas de los índices accionarios que se han observado como consecuencia de estos eventos.

En cuanto a la inflación mundial, algunos miembros de la Junta consideraron que se anticipa que la mayoría de los países experimenten un menor crecimiento de precios en 2012 y 2013, en comparación con lo observado en 2011. Asimismo, la mayoría de los miembros destacó que se espera una disminución de los precios de las materias primas, en particular de los energéticos, dado el

panorama de atonía en la actividad económica mundial y, en particular, del debilitamiento del nivel de actividad de la economía de China y la moderación en el crecimiento de India y Brasil. Algunos miembros agregaron que esta situación apunta a que los bancos centrales de la mayoría de los países avanzados y emergentes mantendrán posturas de política monetaria expansivas en los próximos meses. En contraste, un miembro señaló que la volatilidad del tipo de cambio parece haber limitado las posibilidades de bajas en las tasas de referencia de algunos bancos centrales de economías emergentes, y que la tendencia ascendente de la inflación subyacente en Estados Unidos hace poco probable un mayor relajamiento de la política monetaria en ese país.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la economía mexicana continúa expandiéndose, y la mayoría de ellos subrayó que ésta se ha mostrado resistente ante un entorno internacional adverso. Un miembro agregó que, durante el primer trimestre del presente año, los tres sectores del PIB crecieron más que en el trimestre previo, y que de hecho el crecimiento anual del PIB en los tres primeros meses de 2012 en términos ajustados por estacionalidad es el más elevado desde el tercer trimestre de 2010.

Respecto a la evolución de la economía mexicana, todos los miembros aseveraron que su desempeño se ha visto favorecido principalmente por el dinamismo de las exportaciones manufactureras, a lo que algunos miembros añadieron que tanto las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, como al resto del mundo, y tanto las automotrices, como las no automotrices, han incrementado su ritmo de expansión. Estos últimos agregaron que el sector servicios también ha mantenido su ritmo de crecimiento. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta recalcó que tanto el consumo, como la inversión, también han continuado creciendo, a lo que un miembro agregó que esta expansión de la demanda agregada ha sido ordenada y con un balance entre estos dos componentes. Algunos miembros señalaron que el dinamismo del consumo se ha sustentado en la evolución positiva de sus principales determinantes: el crédito, la confianza del consumidor, las remesas familiares y la masa salarial. Asimismo, un miembro afirmó que la inversión se vio impulsada por un mayor uso de la capacidad instalada. No obstante, la mayoría de los miembros también apuntó que ciertos componentes de la demanda interna han registrado una moderación en su ritmo de expansión.

En lo que respecta a las expectativas de crecimiento, la mayoría de los miembros de la Junta indicó que se espera que la economía de México continúe mostrando una trayectoria de crecimiento positiva. Sin embargo, algunos miembros argumentaron que hacia el futuro se anticipa un crecimiento más moderado. Adicionalmente, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que el balance de riesgos para el crecimiento de México se ha deteriorado, mencionando como principales riesgos a la baja las mayores dificultades en el entorno externo asociadas a la situación en Europa y los mercados financieros, así como a las perspectivas de crecimiento moderado en Estados Unidos. Un miembro agregó que la caída en los precios del petróleo podría ser un factor adicional de riesgo. No obstante, otro miembro señaló que el deterioro del balance de riesgos para el crecimiento sólo ha sido marginal, mientras que uno más indicó que este balance de riesgos ha mejorado, que la recuperación está firme y que no necesita estímulo alguno.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la brecha del producto se ha venido cerrando, si bien también destacó que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral y en el mercado crediticio, por lo que no se perciben presiones en los precios de los insumos. Además, la mayoría de los miembros afirmó que tampoco se aprecian presiones en las cuentas externas del país. Un miembro de la Junta destacó que los precios de los insumos se encuentran anclados por una evolución favorable de las expectativas de inflación. No obstante, otro miembro de la Junta puntualizó que algunos indicadores ya sugieren posibles presiones internas que podrían operar con rezago, como es el caso de la brecha del producto calculada para los bienes no comerciables, cuyos precios mejor reflejan las condiciones monetarias internas, y los altos niveles del uso de la capacidad instalada en el sector manufacturero. Un miembro de la Junta destacó que el empleo formal mantiene una evolución favorable y afirmó que este desempeño se ha reflejado en una reducción de las tasas de subocupación, ocupación en el sector informal y desocupación.

La mayoría de los miembros de la Junta arguyó que la inflación se ha comportado de manera favorable y congruente con las previsiones publicadas por el Banco de México y con el objetivo de inflación, en particular la subyacente. Asimismo, la mayoría argumentó que se espera que las inflaciones general y subyacente sigan siendo congruentes con dichas previsiones. Además, un miembro afirmó

que la inflación correspondiente al índice de servicios, que es la que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación, se mantiene en niveles bajos, si bien otro miembro señaló que ésta ha venido registrando una tendencia al alza. Por su parte, un miembro afirmó que la inflación general anual aumentó durante el mes de mayo por encima de lo esperado por el consenso de los analistas, debido a incrementos en el componente no subyacente y, en menor medida, en el subyacente, y que la inflación general no se encuentra en un proceso de convergencia clara hacia el objetivo permanente. En este mismo sentido, otro miembro señaló que el porcentaje de productos de la canasta del INPC que han experimentado incrementos en precios mayores al 4 por ciento aumentó, y que no se puede descartar que la inflación se ubique en el límite superior del intervalo de variabilidad.

Todos los miembros de la Junta enfatizaron que la reciente depreciación del peso frente al dólar obedece a la volatilidad originada por el recrudecimiento de los problemas de la zona del euro. De hecho, algunos miembros indicaron que este movimiento cambiario implica un relajamiento de las condiciones monetarias. Sin embargo, la mayoría de los miembros señaló que las expectativas de los analistas económicos apuntan a que esta depreciación tenderá a revertirse en el futuro cercano, lo cual es congruente con los fundamentos de la economía mexicana. En este sentido, algunos miembros de la Junta agregaron que en el mercado de deuda gubernamental, aunque tuvo lugar una reducción de las posiciones de corto plazo en virtud de que algunas de éstas no fueron renovadas, las posiciones de extranjeros de deuda pública mexicana de mediano y largo plazo han aumentado marginalmente, por lo que las tasas de interés a esos plazos no se han visto mayormente afectadas. Algunos miembros mencionaron que el mercado cambiario ha mantenido su liquidez y operatividad y que el ajuste del tipo de cambio se ha dado de manera ordenada, a lo cual ha contribuido el mecanismo de venta de dólares, y enfatizaron que los mercados financieros domésticos también han respondido ordenadamente. En este contexto, un miembro agregó que, además del choque de alta frecuencia que sufrió el tipo de cambio nominal, como consecuencia de los problemas en Europa, existe una perturbación de baja frecuencia sobre el tipo de cambio real asociada a las perspectivas de que Estados Unidos crezca moderadamente y se observe un rebalanceo de su demanda agregada hacia una mayor demanda externa, lo cual también

ha contribuido al comportamiento reciente del tipo de cambio.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas y claramente por debajo del 4 por ciento. Un miembro indicó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario en los bonos de 10 años se ha acercado al 4 por ciento, si bien otro miembro afirmó que las expectativas de inflación siguen estando con bastante espacio por debajo de 4 por ciento, argumentando que si se corrige el referido indicador con estimaciones de la prima de riesgo inflacionario, las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos financieros siguen estando cercanas al 3.5 por ciento. Algunos miembros recordaron que las expectativas de mediano y largo plazo se mantienen tenazmente por arriba del objetivo de 3 por ciento y cerca del techo del intervalo de variabilidad en torno al objetivo, a lo que uno añadió que algunos de estos indicadores podrían estar siendo afectados por la volatilidad del tipo de cambio.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambios, mientras que otros consideraron que éste ha empeorado, destacando uno de ellos que el deterioro ha sido muy claro. En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que, si bien hasta ahora se ha observado un bajo traspaso del tipo de cambio a la inflación, existe la posibilidad de que esta situación se modifique si el tipo de cambio se mantiene elevado, lo cual podría suceder en un entorno de volatilidad derivado de la falta de soluciones a los problemas en la zona del euro. Adicionalmente, un miembro señaló que la depreciación podría magnificar los incrementos que se han acumulado en los precios de los alimentos, así como ahondar la brecha entre los precios internos y externos de los energéticos, volviendo el subsidio más oneroso. Sin embargo, algunos miembros de la Junta argumentaron que si bien se han percibido ligeros impactos del tipo de cambio, éstos son transitorios y no hay evidencia de efectos de segundo orden. Otro miembro señaló como riesgo al alza las presiones que la demanda agregada pudiera tener sobre la inflación en el entorno actual de recuperación económica. Por otra parte, la mayoría de los miembros de la Junta apuntó como riesgos a la baja para la inflación las disminuciones en los precios internacionales de las materias primas, así como el posible debilitamiento de la demanda externa e interna.

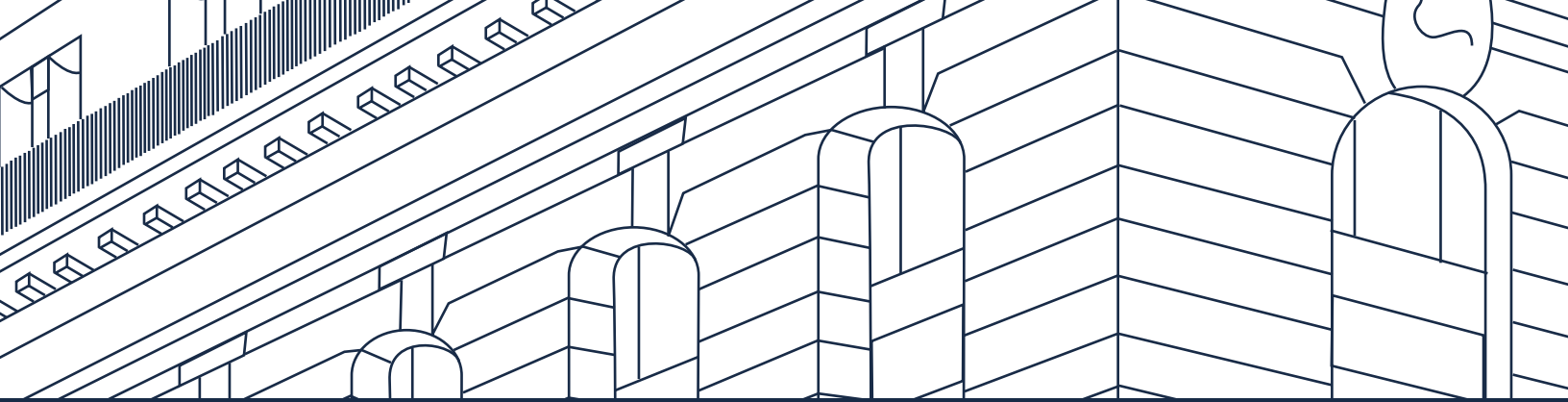
Un miembro de la Junta enfatizó el papel que ha tenido en el desempeño favorable de la economía mexicana la política macroeconómica actual, la cual ha permitido que los choques asociados a la turbulencia internacional se absorban de manera ordenada, de tal modo que hasta ahora la economía ha logrado enfrentar dicho entorno con costos reducidos en términos de crecimiento y de inflación. Por un lado, enfatizó el balance fiscal en equilibrio, que ha permitido liberar presiones tanto sobre las tasas de interés, como sobre la inflación de los bienes no comerciables. Por otro lado, también mencionó el papel que ha tenido la postura monetaria como un elemento que ha contenido la inflación, que ha mantenido un reducido traspaso de los movimientos del tipo de cambio sobre los precios y que ha propiciado que el tipo de cambio real funcione como un amortiguador eficiente ante los choques externos.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el Banco de México debe vigilar los determinantes de la inflación para estar en posibilidad de ajustar oportunamente la postura monetaria para hacerla más o menos restrictiva, dependiendo del escenario que se presente. En este contexto, un miembro de la Junta recalcó la importancia de enviar la señal inequívoca de que se ajustará la política monetaria al alza si los riesgos provenientes del entorno internacional o de la volatilidad de los mercados financieros domésticos amenazan la consecución del objetivo de inflación. Por otra parte, otro miembro recordó que la política monetaria se debe concentrar en factores de mediano y largo plazo que pueden afectar la inflación, y no en aquéllos que podrían tener un impacto efímero, como la volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo. Finalmente, todos los miembros de la Junta reiteraron la importancia de que el Banco de México envíe un mensaje balanceado y simétrico que refleje la determinación de la Junta de actuar en cualquier dirección, de acuerdo a las circunstancias que se presenten.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

La Junta de Gobierno considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, por lo que ha decidido mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación, dado que el comportamiento de estos podría hacer aconsejable ajustar la postura de política monetaria para hacerla más o menos restrictiva dependiendo del escenario que se presente. En 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 22 de junio de 2012

