

Informe sobre la Inflación

Octubre - Diciembre 2010

Resumen

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2011 han mejorado. En los últimos meses se registró una recuperación en diversos indicadores de las principales economías avanzadas, que responde, en gran medida, al efecto de los estímulos fiscal y monetario, al tiempo que continúa el fuerte crecimiento en las economías emergentes. No obstante, en diversas economías avanzadas persisten factores estructurales que apuntan a que éstas continuarán presentando tasas de crecimiento relativamente bajas en los próximos años.

Durante el cuarto trimestre del 2010 los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de política cercanas a cero y ampliaron el grado de relajamiento cuantitativo. En Estados Unidos se aprobaron nuevas medidas de estímulo fiscal. Sin embargo, esto ha generado preocupación ante la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la recuperación del gasto privado, una vez que se inicie el proceso de retiro de las medidas de apoyo.

A finales de 2010, en las principales economías avanzadas se registraron incrementos en la inflación general debido al alza en los precios de las materias primas, si bien la inflación subyacente permaneció baja. Debido a ello, y a los reducidos niveles anticipados de utilización de capacidad instalada, no se esperan presiones inflacionarias por un tiempo. En contraste, en algunas economías emergentes aumentaron la inflación y sus expectativas, como resultado de mayores presiones de demanda y por el aumento en los precios de las materias primas, principalmente alimentos.

Los mercados financieros volvieron a experimentar nerviosismo a causa de las dudas sobre la sostenibilidad fiscal y la solvencia del sistema bancario en algunos países europeos, y ante la posibilidad de una participación obligatoria de tenedores de deuda en rescates futuros. Para evitar el contagio a otros mercados, se anunció un paquete de apoyo financiero para Irlanda, se acordó el fortalecimiento de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, y el Banco Central Europeo incrementó moderadamente sus compras de deuda soberana.

La mejoría en los fundamentos de las economías emergentes y la búsqueda de mayores rendimientos, atribuida al entorno de abundante liquidez a nivel mundial, han impulsado importantes flujos de capital hacia estos países. Debido a lo anterior, las monedas de algunos países con regímenes de tipo de cambio flexible se han apreciado considerablemente, lo que podría tener un impacto sobre sus exportaciones. También hay temor de que puedan darse expansiones excesivas del crédito, conduciendo a la formación de "burbujas" en los precios de los activos y, por otro lado, existe el riesgo de salidas repentinas de dichos flujos.

Varias economías, principalmente emergentes, cuyas monedas se están apreciando de manera importante, y cuya demanda agregada está creciendo a tasas elevadas, enfrentan un dilema de política monetaria: disminuir las tasas de interés para desincentivar las entradas de capital o incrementarlas para contrarrestar el fuerte crecimiento de la demanda agregada y las mayores presiones inflacionarias. Por supuesto, esto último tendería a apreciar más el tipo de cambio.

El problema de los desequilibrios globales se ha vuelto más apremiante, pues los saldos de la cuenta corriente en los países deficitarios no se han reducido al ritmo esperado. Algunas economías emergentes han respondido con diversas medidas para tratar de frenar la apreciación de sus monedas. Sin embargo, una política generalizada orientada a sustentar la recuperación económica con base en depreciaciones reales de sus tipos de cambio, no es una solución viable para la economía mundial. Es necesaria una mayor coordinación internacional para maximizar el crecimiento global y asegurar su sostenibilidad en el mediano plazo.

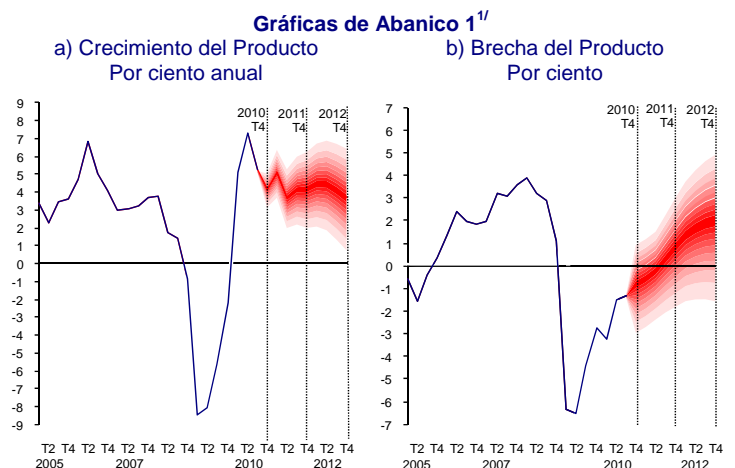
Durante el último trimestre de 2010, la demanda agregada en México continuó mostrando una tendencia ascendente. Así, en dicho trimestre las exportaciones de bienes y servicios parecerían haber retomado una trayectoria creciente. Por su parte, la demanda interna mostró una recuperación relativamente más notoria y generalizada que en los trimestres previos. En consecuencia, la brecha del producto se ha venido

cerrando. Sin embargo, durante el periodo referido no se observaron presiones de demanda sobre la utilización y, por lo tanto, sobre los precios de los principales insumos, ni sobre las cuentas externas del país.

Durante 2010 la inflación alcanzó niveles menores a los esperados a principios de año. En particular, en el trimestre analizado la inflación general anual repuntó, siendo en promedio 4.25% (en el tercer trimestre fue 3.67%) situándose en el límite inferior del intervalo de pronóstico del Banco de México para ese periodo (4.25 a 4.75%), el cual fue revisado a la baja en 0.50 puntos porcentuales (pp) en el Informe sobre la Inflación anterior. Por su parte, la inflación subyacente anual se redujo del tercer al cuarto trimestre, por lo que el repunte que exhibió la inflación general obedeció al desempeño del componente no subyacente.

El escenario macroeconómico que prevé el Banco de México es el siguiente:

Crecimiento: se estima que el PIB haya mostrado un crecimiento de 4.3% en el último trimestre de 2010 y, para el año en su conjunto, de 5.4%. Además, se estima un crecimiento del PIB en 2011 de entre 3.8 y 4.8%, lo cual se compara con el intervalo de entre 3.2 y 4.2% para 2011 publicado en el Informe anterior (Gráfica 1a). Asimismo, para 2012, se estima un crecimiento de entre 3.8 y 4.8%. El crecimiento más acelerado que se estima presentará la demanda agregada en 2011, sugiere que la brecha del producto se cerrará de manera más rápida que lo estimado anteriormente (Gráfica 1b).



1/ Las Gráficas de Abanico (Fan Charts) muestran la probabilidad de ocurrencia de los pronósticos de crecimiento anual y de la brecha del PIB para el horizonte de tiempo pronosticado. Las áreas más oscuras representan la proyección que tiene una mayor probabilidad de ocurrencia. Las bandas de cada lado del mismo color pero con tonalidades más claras van acumulando en conjunto 10% de probabilidad sucesivamente hasta acumular el 90% de probabilidad.

Empleo: Se anticipa que en 2011 y 2012 se crearán entre 600 y 700 mil nuevos empleos formales en cada año.

Cuenta Corriente: Para 2011 se prevé que la balanza comercial registre un déficit de 10.0 miles de millones de dólares (mmd) (0.9% del PIB), mientras que la cuenta corriente uno de 14.2 mmd (1.2% del PIB). Las condiciones de liquidez que se prevé prevalezcan en los mercados financieros internacionales, así como el hecho de que el Gobierno Federal ya pre-financió su programa de amortizaciones de deuda externa para 2011, sugieren que el déficit proyectado de la cuenta corriente será holgadamente financiable.

No obstante la mejoría que se ha registrado en las expectativas sobre el crecimiento de la economía de Estados Unidos para 2011, existen diversos riesgos en el entorno externo que aún persisten y que pudiesen influir en el comportamiento de la economía nacional, como lo muestran las Gráficas de Abanico (Gráfica 1). Entre los riesgos más importantes se encuentran:

- i. La situación fiscal en varios países europeos.

Resumen

- ii. En el futuro, la economía de EEUA tendrá que seguir corrigiendo sus problemas estructurales.

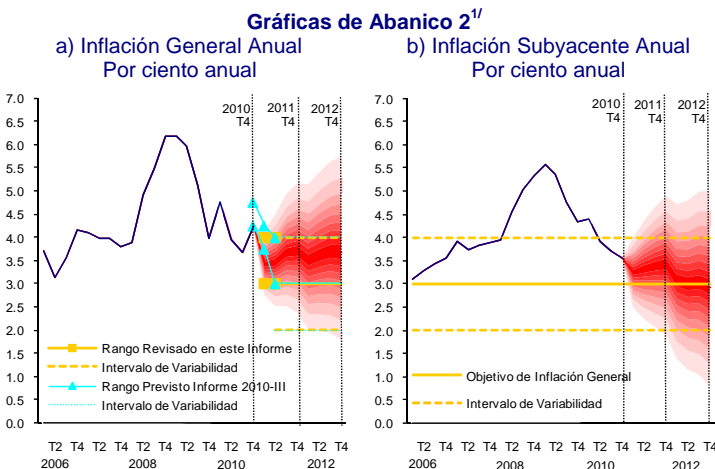
Finalmente, de acuerdo con los especialistas en economía del sector privado, la inseguridad pública es un factor que podría estar limitando el ritmo de inversión en nuestro país.

Inflación: El pronóstico sobre la inflación general anual se mantiene sin cambios, excepto para el primer trimestre de 2011, que se revisa a la baja: para 2011-T1 el intervalo se revisa de 3.75 - 4.25% a 3.0 - 4.0%; para 2011-T2 se prevé que la inflación se sitúe entre 3.0 y 4.0%; mientras que a partir de 2011-T3 se espera que la inflación converja a niveles congruentes con la meta permanente de inflación de 3%, teniendo presente el intervalo de variabilidad de +/- 1 pp (Gráfica 2a).

En adición a una postura monetaria congruente con la consecución del objetivo de inflación, se consideran cuatro factores principales que contribuirán a reducir la inflación durante 2011:

- El desvanecimiento del impacto asociado a modificaciones y tarifas fiscales a nivel federal y local observadas el año pasado.
- Un menor ritmo de incremento esperado en los precios del grupo de los servicios, en particular vivienda y turismo.
- La ausencia de presiones sobre los costos laborales que enfrentan las empresas.
- El comportamiento del tipo de cambio.

Por su parte, la revisión a la baja del pronóstico sobre la inflación correspondiente al primer trimestre de 2011 es consecuencia principalmente de la expectativa de una reducción mayor a la anteriormente prevista en las cotizaciones de productos agropecuarios con una elevada ponderación en el INPC.



1/ Las Gráficas de Abanico (Fan Charts) muestran la probabilidad de ocurrencia de los pronósticos de inflación general y subyacente para el horizonte de tiempo pronosticado. El área más oscura representa la proyección con mayor probabilidad de ocurrencia. Las bandas de cada lado del mismo color pero con tonalidades más claras van acumulando en conjunto 10% de probabilidad sucesivamente hasta acumular el 90% de probabilidad.

El pronóstico sobre la inflación se encuentra sujeto a diversos riesgos que generan incertidumbre alrededor del mismo, que se ven en las Gráficas de Abanico (Gráfica 2). Entre los riesgos más importantes al alza destacan:

- Aumentos mayores a los previstos en los precios internacionales de las materias primas, en particular de los granos.
- El ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios cuyas tarifas son determinadas por los gobiernos locales.
- Una mayor vulnerabilidad ante perturbaciones de costos, en un entorno en el que la brecha del producto se ha venido cerrando.
- Volatilidad cambiaría debido a una reversión de los flujos de capital.

Tomando en consideración estos riesgos, la trayectoria con más probabilidad de ocurrir, representada por la banda con el color rojo más intenso, se encuentra durante todo el horizonte de pronóstico entre 3 y 4% (Gráfica 2a). Como reflejo de diversos riesgos al alza para la inflación, que en su mayoría no responden a las acciones de política monetaria, una parte de la gráfica de abanico se encuentra por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad de 4% durante la mayoría del horizonte de pronóstico.

En la Gráfica 2b se puede apreciar que la trayectoria con mayor probabilidad de ocurrencia para la inflación subyacente, que es el componente del INPC que más responde a la postura de política

monetaria, se ubica en un nivel menor al de la inflación general y por debajo de 3.5% durante 2011. Además, para 2012, se prevé que dicha trayectoria se encuentre alrededor de la meta permanente de inflación de 3.0%. Cabe mencionar que este periodo representa el horizonte de tiempo en que los canales de transmisión de la política monetaria operan cabalmente.

La diferencia que se proyecta en las trayectorias de inflación general y subyacente para los próximos dos años obedece al mayor ritmo de crecimiento previsto en el componente no subyacente del INPC. Esto se asocia a tres elementos: i) la política de desliz para los precios de los energéticos orientada a reducir la brecha existente entre éstos y sus referencias externas, a la luz del aumento en estas últimas; ii) la previsión de revisiones a diversas tarifas autorizadas por gobiernos locales a un ritmo mayor que la inflación general esperada; y, iii) durante 2012 se espera una mayor contribución a la inflación por parte del grupo de las frutas y verduras. Es pertinente enfatizar que el Banco de México ya ha mencionado en ocasiones anteriores que la desalineación de los precios de los energéticos con sus referencias externas conlleva un costo fiscal y económico significativo, por lo que una política de desliz orientada a disminuir dicha desalineación permitirá al gobierno contar con finanzas públicas sanas. Ello en el largo plazo es un elemento esencial para tener un entorno de baja inflación.

Así, el Banco de México vigilará cuidadosamente la evolución de la inflación y de sus expectativas. En caso de que se presente un cambio adverso en el comportamiento de los determinantes de la inflación (tales como la brecha de producto, los precios públicos, los precios de los granos y de otras materias primas), o bien se detecte una diferencia sostenida de las expectativas de inflación respecto del objetivo permanente del 3%, el Instituto Central ajustará oportunamente su política monetaria.

Como se ha señalado reiteradamente, el Banco de México ha definido un intervalo de variabilidad de +/- 1 pp alrededor del objetivo de inflación de 3%. La interpretación de este intervalo no debe ser como de indiferencia por parte de la autoridad monetaria ante distintas realizaciones de la tasa de inflación dentro del mismo, sino como una consideración del margen de incertidumbre respecto del cumplimiento preciso y puntual de la meta, debido a la amplia variedad de factores que influyen en la evolución de la inflación y que están fuera del control de la autoridad monetaria. Además de que es bien sabido que la política monetaria incide sobre la inflación con rezagos largos y variables.

Los riesgos que enfrenta México dado un entorno externo que puede ser rápidamente cambiante, hacen imperativa la necesidad de continuar fortaleciendo la solidez macroeconómica del país y de profundizar su cambio estructural. Como se ha mencionado, para lograr una tasa de crecimiento económico conducente a alcanzar un mayor nivel de desarrollo se requiere, en una primera instancia, una combinación de finanzas públicas sólidas y de una política monetaria dirigida al cumplimiento de la meta de inflación. En particular, la política monetaria continuará orientándose a lograr la convergencia con el objetivo permanente de inflación general de 3%. Asimismo, la política fiscal, si bien todavía enfrenta importantes retos, ha sido sólida y congruente con una inflación baja y estable.

Es importante destacar la política de acumulación de reservas internacionales, que con un incremento de 22.8 mmd en 2010, dejó el saldo de éstas en niveles históricos de 113.6 mmd al cierre. Ello, aunado a la Línea de Crédito Flexible que se contrató con el Fondo Monetario Internacional por cerca de 73 mmd por dos años, implica que los recursos disponibles para México a fin de enfrentar posibles choques provenientes del exterior ascenderían a cerca de 200 mmd.

Ahora bien, la postura macroeconómica debe complementarse con una estructura de incentivos que favorezca mayores niveles de productividad en la economía, lo cual a su vez se asocia con una mayor promoción de la competencia en los mercados y de la flexibilidad en la asignación de los recursos productivos del país. Por ello, un mayor nivel de competencia es especialmente relevante en los mercados de productos que más inciden en el gasto de los consumidores y en los sectores oferentes de diversos insumos de uso generalizado para la producción, como lo son los energéticos y las telecomunicaciones. Por otra parte, la flexibilidad en la asignación de los recursos productivos del país es una condición indispensable para que éste logre aprovechar plenamente sus ventajas comparativas, sobre todo en un ambiente internacional caracterizado por cambios relativamente frecuentes en los precios relativos de los diferentes bienes. Es por ello que el Banco de México reitera su postura relativa a los grandes beneficios que percibe la economía mexicana podría capitalizar, en la medida que se profundicen los esfuerzos de reforma en lo que corresponde a la política de competencia en el país y en los sectores laboral, de telecomunicaciones y de energéticos.