



BANCO DE MÉXICO

Minuta número 2

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 4 de marzo de 2011

1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 3 de marzo de 2011.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. José Julián Sidaoui Dib, Subgobernador.

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

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

Lic. Héctor Reynaldo Tinoco Jaramillo, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de la referida sesión se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

2.1. Perspectiva económica internacional

La recuperación de la economía mundial continuó avanzando pero con marcadas diferencias entre países y regiones. Así, si bien las perspectivas de crecimiento han mejorado, el Fondo Monetario Internacional (FMI) espera que en 2011 las economías avanzadas crezcan a un ritmo de 2.5 por ciento, mientras que las emergentes lo hagan en 6.5 por ciento.

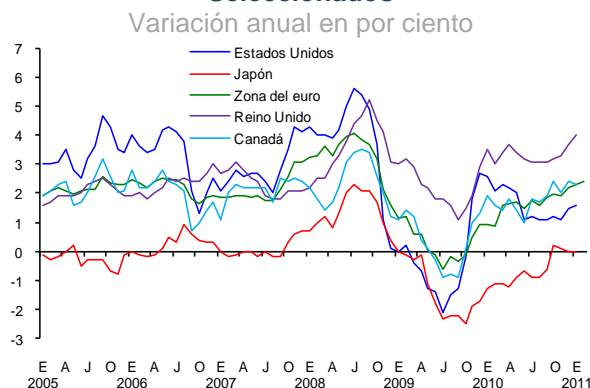
En las principales economías avanzadas, la actividad siguió siendo impulsada por los estímulos fiscal y monetario. No obstante, el crecimiento ha sido insuficiente para reducir de manera significativa el desempleo. Éste y otros factores,

como la debilidad del sector de vivienda, el endeudamiento de los hogares y la aún importante exposición al riesgo del sistema financiero, continúan limitando el crecimiento de la demanda interna. En este contexto, se mantiene la preocupación acerca de la sostenibilidad de la expansión en estas economías una vez que se retiren dichos estímulos.

La actividad económica en Estados Unidos creció 2.8 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el cuarto trimestre de 2010, ligeramente por encima del 2.6 por ciento registrado en el tercer trimestre. Este crecimiento reflejó en buena medida un repunte del consumo privado y una contribución positiva de las exportaciones netas.

La inflación general se incrementó en las principales economías avanzadas (Gráfica 1). A esto contribuyeron tanto el mayor crecimiento en la fase de recuperación del ciclo económico, como el fuerte aumento en el precio de materias primas. No obstante, en estas economías la inflación subyacente ha permanecido, en general, baja y las expectativas de inflación relativamente estables, debido a la holgura en la capacidad instalada y al alto nivel de desempleo. Asimismo, en las economías avanzadas se observa que el traspaso de las variaciones de los precios de los productos primarios a la inflación subyacente hasta ahora ha sido relativamente bajo.

Gráfica 1
Inflación General de Países Avanzados
Seleccionados



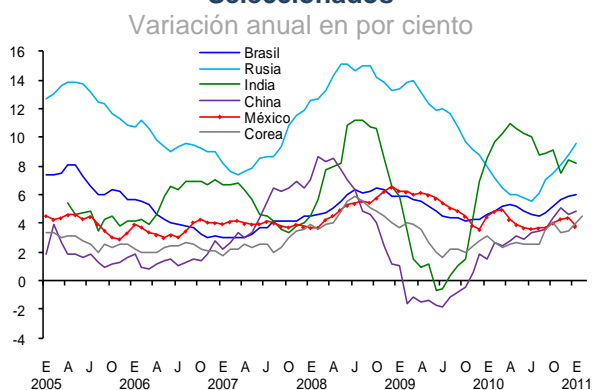
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en varias economías emergentes persiste el vigoroso crecimiento de la actividad económica, a lo que ha contribuido la fortaleza de su demanda interna y del comercio mundial. Inclusive, en algunas de éstas hay indicios de que el fuerte crecimiento, apoyado en algunos casos en

una expansión del crédito, pudiera estar generando presiones inflacionarias.

De hecho, algunas economías emergentes han registrado un aumento en la inflación general (Gráfica 2), en un entorno de expansión del crédito y mayores precios de los productos primarios. Cabe señalar que las presiones inflacionarias han variado dependiendo de la posición de cada economía en el ciclo. El impacto más significativo ha sido en aquéllas en donde el rápido crecimiento ha propiciado una brecha del producto positiva y creciente.

Gráfica 2
Inflación General de Países Emergentes Seleccionados



Fuente: Bloomberg.
Nota: En India se refiere al índice de precios al mayoreo.

Es importante destacar que la recuperación de la economía mundial enfrenta diversos riesgos. En primer lugar, los desequilibrios globales —que después de una corrección cíclica se están ampliando nuevamente— podrían repercutir negativamente sobre las perspectivas de crecimiento sostenido de la economía mundial. La adopción de planes de consolidación fiscal en las economías avanzadas, así como una mayor flexibilidad cambiaria en algunas economías emergentes, son factores que podrían contribuir de forma importante a reducir estos desequilibrios.

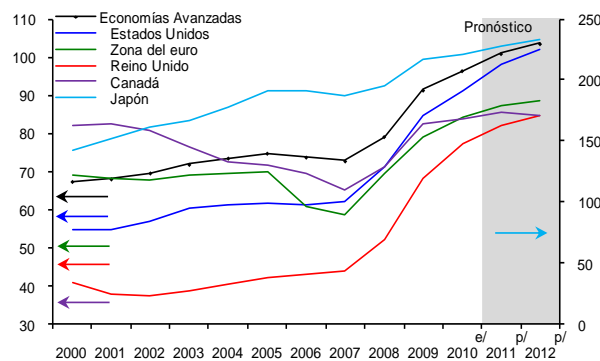
Por otra parte, el sector financiero todavía no está contribuyendo de forma importante a la recuperación de la actividad económica mundial. Si bien se han presentado avances en el proceso de reducción de exposición al riesgo y la capitalización de los intermediarios financieros, todavía falta mucho para que finalicen estos procesos.

Las tensiones en los mercados financieros internacionales y la vulnerabilidad de diversas economías europeas con dificultades fiscales y en

sus sistemas bancarios se han reducido, pero persisten como un importante factor de riesgo. En Europa, continúan los esfuerzos por estabilizar la situación macroeconómica y financiera. En particular, las autoridades de estos países en conjunto con instituciones financieras internacionales han instrumentado diversos programas de apoyo financiero. También existe la expectativa de que se mejorará la capacidad y la flexibilidad de los mecanismos actuales para el manejo de crisis. No obstante, algunos bancos siguen dependiendo de las facilidades de liquidez del Banco Central Europeo y la situación fiscal puede deteriorarse de forma importante en un escenario de menor crecimiento.

Un riesgo más es que la situación fiscal en las economías avanzadas se ha tornado más incierta. Se prevé que, en promedio, el endeudamiento de las economías avanzadas alcance en 2011 niveles superiores al 100 por ciento del PIB (Gráfica 3). En Estados Unidos, las medidas de estímulo fiscal aprobadas por el Congreso de este país tendrán un impacto significativo en el déficit fiscal y en el saldo de la deuda pública. La ausencia de una estrategia fiscal de medio plazo amenaza con presionar eventualmente al alza las tasas de interés, afectar adversamente a los mercados financieros, así como tener un efecto desfavorable sobre las perspectivas de crecimiento.

Gráfica 3
Deuda Pública de Países Avanzados
Por ciento del PIB

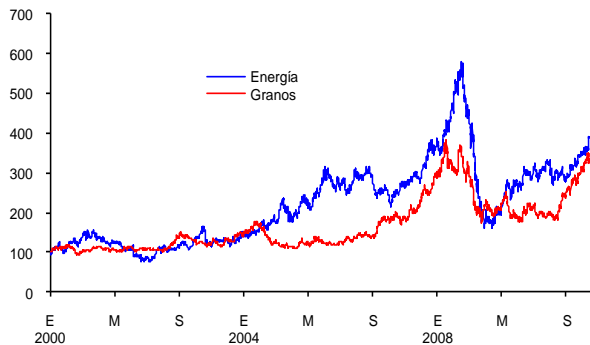


Fuente: FMI.
e/ Estimado. p/ Pronóstico.

Por último, el alza en los precios de los productos primarios (Gráfica 4) representa un elemento significativo de riesgo para la recuperación de la economía mundial, la inflación y los mercados financieros. Este aumento se explica por factores estructurales ante el cambio en la composición de la demanda mundial por bienes primarios, debido al

mayor crecimiento de las economías emergentes, así como por factores coyunturales de oferta.

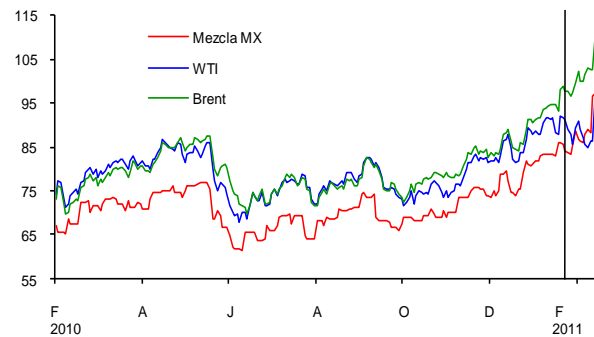
Gráfica 4
Precios de los Productos Primarios
Índice 03/01/2000=100



Fuente: Bloomberg.

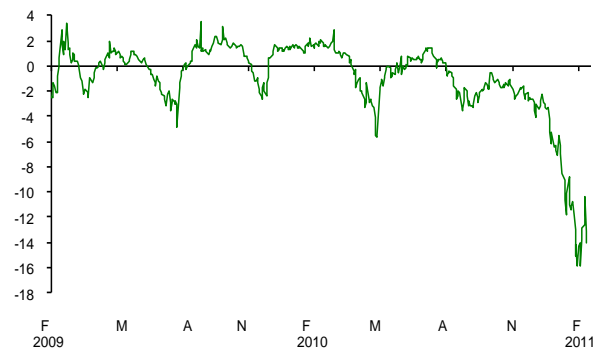
En particular, la reciente alza en los precios del petróleo refleja la escalada de las tensiones políticas en Medio Oriente y África del Norte. De hecho, existe el temor sobre interrupciones prolongadas en la producción y abastecimiento de petróleo proveniente de esta región, en un contexto donde los inventarios globales de petróleo han estado disminuyendo. Lo anterior ha tenido un impacto significativo en el precio del petróleo; el precio del crudo tipo Brent se ubica actualmente por arriba de los 110 dólares por barril lo que representa un incremento de 12 por ciento en el periodo; mientras que la cotización del WTI (West Texas Intermediate) aumentó cerca de 7 por ciento alcanzando niveles no vistos desde mediados de 2008 (Gráfica 5). Es importante mencionar que el menor incremento que se ha observado en el precio del WTI (Gráfica 6) se debe, entre otros factores, al exceso de inventarios de dicho crudo en la región central de Estados Unidos ante un fuerte incremento en las importaciones provenientes de Canadá. Esta distorsión ha ocasionado que, por ahora, el crudo tipo Brent sea una referencia más confiable para analizar las tendencias de los mercados de energía a nivel global.

Gráfica 5
WTI, Brent y Mezcla Mexicana
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

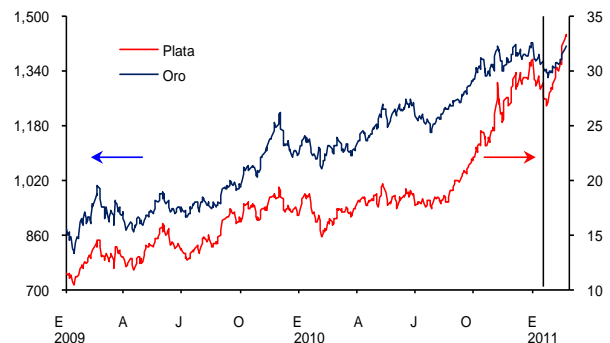
Gráfica 6
Diferencial entre el crudo tipo WTI y Brent
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente también han generado una mayor demanda por metales preciosos utilizándolos como alternativas de activos de refugio (Gráfica 7).

Gráfica 7
Metales preciosos: oro y plata
Dólares por onza



Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, el mal clima en países productores de granos como China, Estados Unidos, Australia, Argentina, Rusia y México, ha afectado las cosechas de dichos productos provocando incrementos importantes en sus precios. Esto, a su vez, ha generado que países consumidores de alimentos tomen precauciones acumulando inventarios. Adicionalmente, el precio del algodón ha aumentado cerca de 40 por ciento en lo que va del año ante una demanda considerable por parte del sector textil de China.

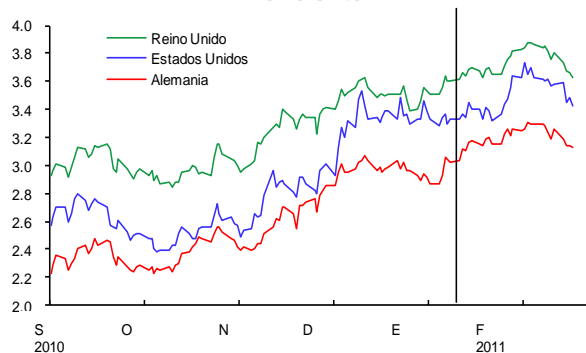
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados desarrollados

El mayor dinamismo de la actividad económica global se reflejó en un incremento en las tasas de interés de países desarrollados, en un ligero avance de los índices accionarios y en una apreciación de las principales divisas frente al dólar.

En Estados Unidos, las tasas de interés de bonos gubernamentales llegaron a registrar aumentos hasta de 40 puntos base en la parte larga de la curva reaccionando a las mejores cifras de crecimiento económico, particularmente a las mejores cifras de empleo. Sin embargo, en los últimos días parte del movimiento se ha revertido derivado de la mayor aversión al riesgo por las tensiones en Medio Oriente y África (Gráfica 8). Por su parte, los índices accionarios mostraron ganancias moderadas viéndose favorecidos por la publicación de los reportes corporativos para el cuarto trimestre de 2010 que en general superaron las expectativas de los analistas.

Gráfica 8
Rendimiento de las notas gubernamentales de 10 años
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Los bancos centrales de algunos países desarrollados han expresado preocupación sobre posibles riesgos de inflación. En este contexto, destaca en particular la postura del Banco Central Europeo, el cual, aunque ha ratificado su nivel objetivo de la tasa de interés objetivo en 1 por ciento, ha indicado que está preparado para aumentarlo si las expectativas de inflación se alejan de lo que considera un nivel congruente con la estabilidad de precios. De igual forma, algunos miembros del Banco de Inglaterra se han pronunciado a favor de una política monetaria menos acomodaticia. En contraste con los bancos centrales anteriores, la Reserva Federal ha mantenido su objetivo de tasa de interés y ha reafirmado su intención de completar su programa de compras de bonos del Tesoro.

2.2.2 Mercados emergentes

Como se dijo con anterioridad, el importante aumento en los precios de materias primas, aunado a las mejores perspectivas de recuperación global, se ha traducido en mayores presiones inflacionarias en los países emergentes. En este contexto, los bancos centrales de diversas economías emergentes (Brasil, Chile y Perú entre otros) que han identificado riesgos inflacionarios, presentes o futuros, han restringido su política monetaria subiendo sus tasas de interés de referencia y han introducido otras medidas, tales como incrementos al encaje legal y requerimientos prudenciales más estrictos. Asimismo, algunos países adoptaron nuevamente medidas fiscales, controles de precios y subsidios para contener la inflación sin tener que incrementar las tasas de interés de referencia y de esta manera tratar de minimizar la posible apreciación de sus monedas.

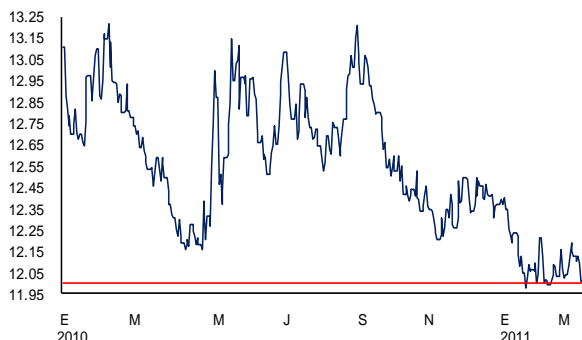
Es importante señalar que el optimismo reciente de los mercados financieros y de los analistas respecto a las mejores perspectivas en cuanto al crecimiento económico global podrían revertirse si los factores de riesgo mencionados anteriormente, tales como la tensión geopolítica en Medio Oriente y el Norte de África provocan una mayor aversión al riesgo o si ponen en duda la sostenibilidad de la recuperación económica global.

2.2.3 Mercados mexicanos

El peso interrumpió su tendencia de apreciación, principalmente en respuesta a la incertidumbre geopolítica y la resultante volatilidad en los mercados financieros internacionales (Gráfica 9).

No obstante lo anterior, el movimiento en el mercado fue ordenado.

Gráfica 9
Tipo de cambio peso dólar
 Pesos por dólar



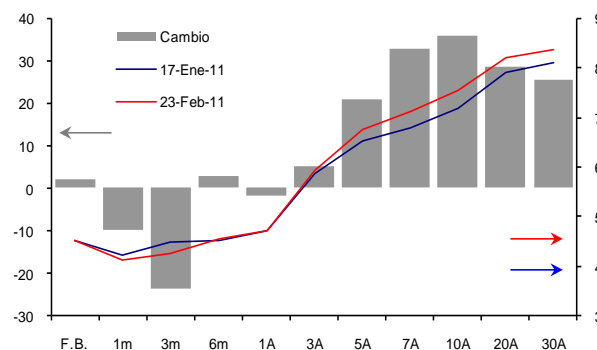
Fuente: Bloomberg.

La posición larga de extranjeros en pesos continuó creciendo aunque a un menor ritmo al observado en periodos anteriores. En este sentido, el peso mostró mucha resistencia para ubicarse por debajo de 12.00 y sólo se mantuvo ahí por periodos muy cortos de tiempo.

En el mercado de dinero, las mejores perspectivas de crecimiento económico para Estados Unidos y México se han visto reflejadas en importantes incrementos de las tasas de interés en el sector intermedio y largo de la curva.

Los incrementos de las tasas de interés en Estados Unidos provocaron movimientos al alza en las tasas de largo plazo en México y una recomposición de carteras hacia instrumentos de menor duración (Gráfica 10). En contraste con lo anterior, las tasas de corto plazo disminuyeron a medida que continuaron creciendo las tenencias de extranjeros en Cetes.

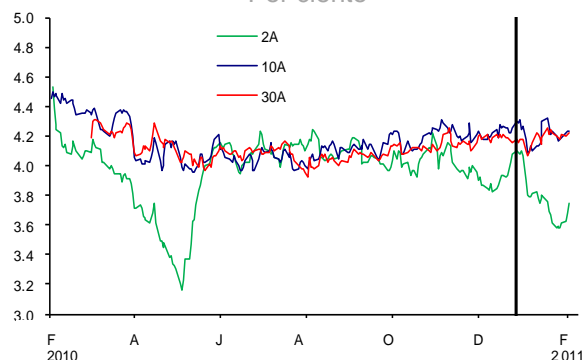
Gráfica 10
Curva de rendimiento
 Puntos base, por ciento



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la inflación implícita en los diferenciales entre las tasas de interés nominales y las reales continuaron mostrando una marcada estabilidad (Gráfica 11).

Gráfica 11
Diferencial entre las tasas nominales y reales
 Por ciento



Fuente: Bloomberg, PiP.

Finalmente, el consenso del mercado continúa esperando que el próximo movimiento a la tasa de referencia del Banco de México sea un alza de 25 puntos base y que éste se dé hasta principios de 2012. Cabe destacar además que las tasas de interés de mercado también muestran algo muy similar.

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

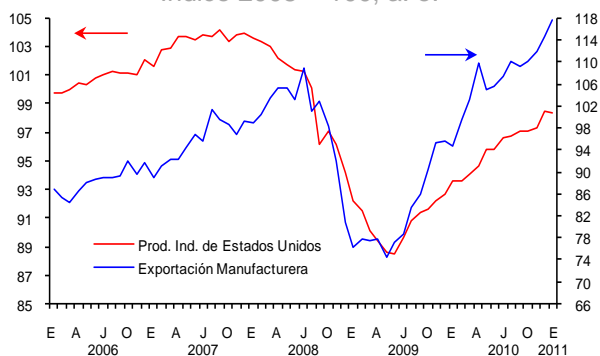
2.3.1. Actividad económica

La reactivación que ha mostrado la actividad económica mundial y, en particular, la producción industrial de Estados Unidos, se ha venido

reflejando en un importante dinamismo de la demanda externa que enfrenta el país. Esto ha conducido a que, sobre todo en los últimos meses de 2010 e inicios de 2011, se observara una aceleración del crecimiento de las exportaciones manufactureras (Gráfica 12).

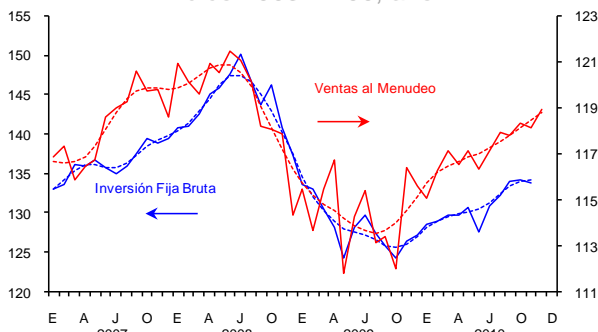
Por su parte, la demanda interna continúa registrando una gradual aceleración. Los indicadores más oportunos muestran que el consumo privado mantiene una trayectoria positiva, a la vez que, según los datos más recientes, la inversión ya presenta de forma más clara una trayectoria ascendente (Gráfica 13). Esta evolución refleja la mejoría que han presentado diversos determinantes del gasto, como lo son el financiamiento al consumo y a las empresas, la masa salarial y los niveles de confianza tanto de los productores como de los consumidores.

Gráfica 12
Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos
Índice 2008 = 100, a. e.



Fuente: Banco de México y Reserva Federal de Estados Unidos. a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

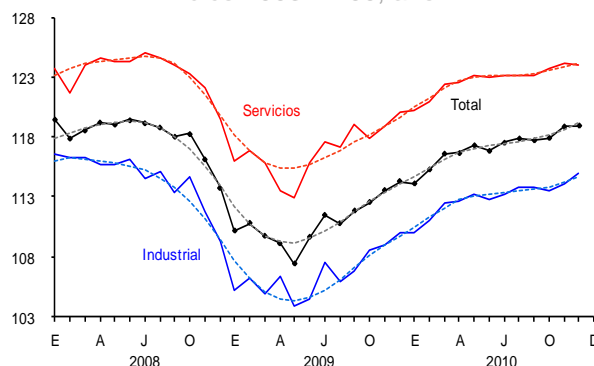
Gráfica 13
Indicadores de Demanda Interna
Índice 2003 = 100, a. e.



Fuente: Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI y Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

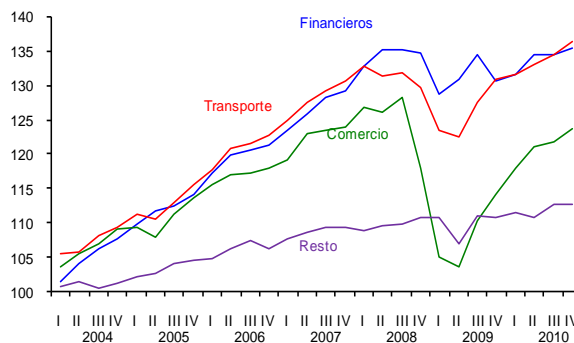
Como reflejo de la evolución de la demanda agregada, la actividad productiva continúa mostrando una trayectoria positiva (Gráfica 14). En efecto, el dinamismo de las exportaciones se ha traducido en mayores niveles de producción manufacturera, derivando todo ello en una expansión en la producción de diversos servicios, especialmente aquéllos que se encuentran más vinculados con el comercio exterior (por ejemplo, el comercio y el transporte). La gradual reactivación de la demanda interna también se ha reflejado en un repunte, si bien más moderado, de los niveles de actividad de servicios más orientados al mercado interno (Gráfica 15).

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2003 = 100, a. e.



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Gráfica 15
PIB del Sector de Servicios*
Índice 2003 = 100, a. e.



Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI. a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

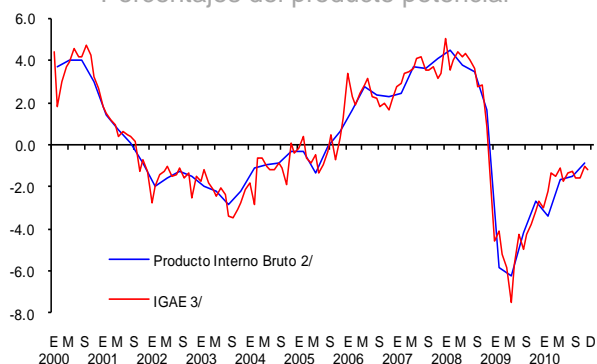
* Comercio incluye alojamiento y preparación de alimentos y bebidas; transporte incluye correo, almacenamiento e información en medios masivos; y servicios financieros incluye seguros y servicios inmobiliarios y alquiler de inmuebles.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Reflejando la aceleración de la demanda agregada, la brecha del producto continuó cerrándose (Gráfica 16). Sin embargo, todavía no se observan presiones de demanda sobre los precios y, de hecho, diversos indicadores todavía muestran holgura en ciertos mercados. Asimismo, no se aprecian presiones en las cuentas externas provenientes de la expansión del gasto interno.

Gráfica 16
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



Fuente: Banco de México.

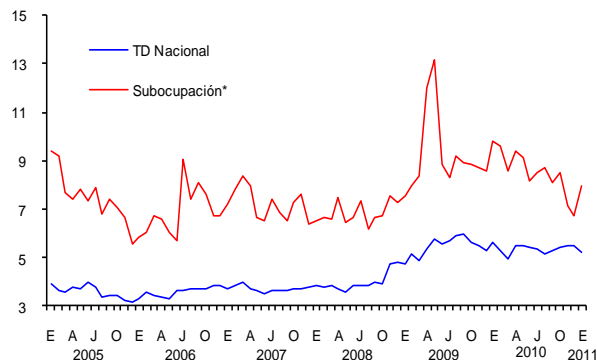
1/ Las estimaciones de la brecha se realizaron utilizando el método Hodrick-Prescott (HP) con corrección de colas.

2/ Cifra del PIB al cuarto trimestre de 2010.

3/ Cifras a diciembre de 2010.

Al respecto, si bien el empleo formal de la economía ha seguido creciendo y la tasa de subocupación ha descendido de manera notoria, la tasa de desempleo permanece en niveles relativamente elevados (Gráfica 17). Esto último ha contribuido a que las alzas salariales se mantengan moderadas, resultando en que la recuperación de la masa salarial haya sido más moderada que la del empleo (Gráfica 18). Por su parte, el uso de la capacidad instalada en el sector manufacturero ha continuado aumentando, aunque aún permanece en niveles inferiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 19).

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Subocupación
Por ciento, a. e.

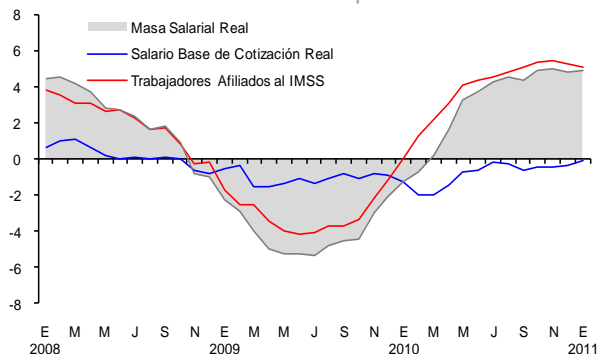


Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

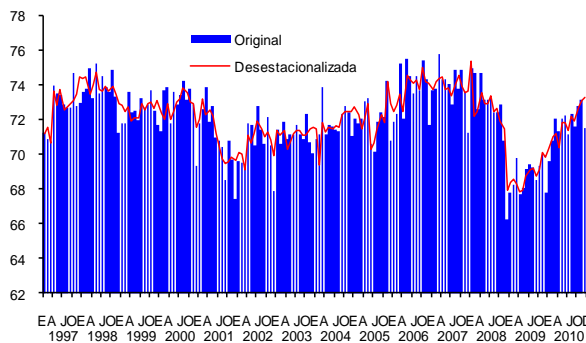
* Serie original

Gráfica 18
Masa Salarial Real del Sector Formal
Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información del IMSS.

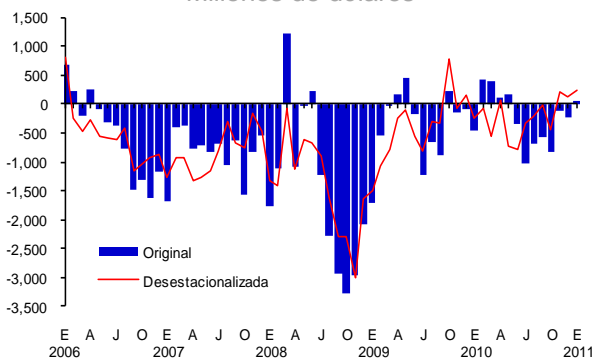
Gráfica 19
Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero
Por ciento



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

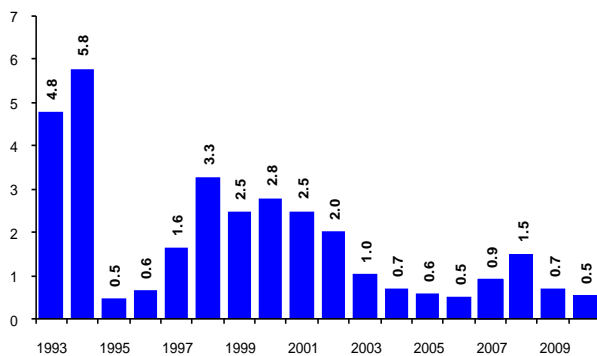
También es relevante destacar que el gradual crecimiento del gasto doméstico continúa siendo congruente con una ausencia de presiones en las cuentas externas. En particular, los déficits de la cuenta corriente y de la balanza comercial se mantuvieron en niveles moderados durante el último trimestre de 2010 (Gráficas 20 y 21). Esto refleja la combinación de un elevado dinamismo de las exportaciones y un crecimiento más moderado de las importaciones asociadas con el gasto interno; es decir, las de bienes de consumo y de capital.

Gráfica 20
Balanza Comercial
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

Gráfica 21
Déficit de la Cuenta Corriente
Por ciento del PIB



Fuente: Banco de México.

No obstante, la menor holgura prevaleciente en diversos mercados sugiere que la economía presenta menos margen para absorber perturbaciones que pudieran afectar a los precios y a los salarios. Esto no significa que se perciban en la actualidad presiones de demanda sobre la formación de precios en la economía.

En este entorno, las expectativas de inflación para el cierre de 2011 mostraron un ligero incremento de 3.8 a 3.9 por ciento en el mes de enero. Esto se explica por el aumento que registraron las expectativas de la inflación no subyacente, ya que las correspondientes al componente subyacente permanecieron estables.

Por otra parte, las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo (promedio para los siguientes 4 años y para el periodo de 5 a 8 años hacia adelante), han permanecido ancladas, aunque todavía en niveles por arriba de la meta de 3 por ciento.

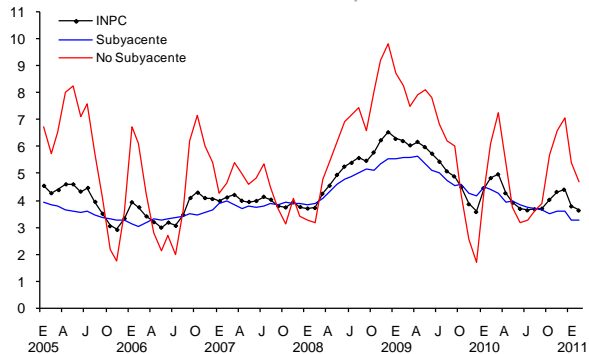
2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La evolución de la inflación durante enero y la primera parte de febrero de 2011 fue acorde con lo esperado por el Banco de México. En el Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2010 el Instituto Emisor proyectó que durante el primer trimestre de 2011 la inflación general anual, en promedio, se situaría entre 3 y 4 por ciento y que la inflación subyacente anual se mantendría por debajo de 3.5 por ciento.

En congruencia con lo anterior, en la primera quincena de febrero de 2011 la inflación general anual fue 3.63 por ciento. Este resultado significó una reducción de 0.77 puntos porcentuales respecto al nivel que alcanzó en diciembre de 2010 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Asimismo, en la quincena referida la inflación subyacente anual fue 3.28 por ciento (al finalizar 2010 este dato fue 3.58 por ciento).

La menor inflación que se observó en el primer mes y medio de 2011 obedeció principalmente a tres factores: primero, a la disipación del impacto relacionado a los cambios tributarios que se implementaron el año pasado; segundo, a un menor ritmo de aumento en las tarifas autorizadas por gobiernos locales; y, tercero, a una menor tasa de crecimiento en los precios del grupo de los productos agropecuarios. Lo anterior en un entorno de mayor competencia entre las cadenas comerciales.

Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

La baja de la inflación tuvo lugar aún cuando el grupo subyacente de los alimentos, bebidas y tabaco elevó su tasa de crecimiento como consecuencia, en buena medida, de las alzas observadas en los precios tanto de los cigarrillos como de las tortillas de maíz. Las primeras de éstas asociadas con la revisión al Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS) al tabaco y las segundas con la dinámica ascendente de los precios del maíz.

Se prevé que en 2011 la inflación convergirá a niveles congruentes con la meta permanente de inflación de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento.

La trayectoria prevista de la inflación enfrenta diversos riesgos. Entre éstos recientemente se ha acentuado el asociado con los precios del maíz, ya que condiciones climáticas muy adversas produjeron afectaciones en las áreas sembradas de Sinaloa. También, el agravamiento de riesgos geopolíticos se ha traducido en alzas en las cotizaciones internacionales de los energéticos. La

mayor volatilidad en dichos precios repercutiría en las tarifas eléctricas de alto consumo y potencialmente en los precios del gas natural, así como en el precio de la turbosina. No obstante, el impacto de una mayor volatilidad en los precios internacionales de los energéticos sería atenuado por la política de desliz para los precios internos de las gasolinas, el gas licuado y las tarifas eléctricas ordinarias.

En adición a lo anterior se mantienen riesgos que el Banco de México ha señalado previamente, destacando entre éstos: i) una mayor vulnerabilidad ante perturbaciones de costos, en un entorno en el que la brecha del producto se ha venido cerrando; ii) el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios cuyas tarifas son determinadas por los gobiernos locales; y, iii) volatilidad cambiaria ante posibles reversiones en los flujos de capital.

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

Concepto	Diciembre 2010	Enero 2011	Febrero 2011 1a Qna
Índice General	4.40	3.78	3.63
Subyacente	3.58	3.27	3.28
Mercancías	3.82	3.60	3.66
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	4.51	4.63
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.88	2.89
Servicios	3.36	3.00	2.97
Vivienda	2.64	2.34	2.18
Educación (colegiaturas)	4.64	4.62	4.50
Otros servicios	3.58	3.06	3.18
No Subyacente	7.09	5.39	4.71
Agropecuarios	6.96	4.03	3.18
Frutas y Verduras	14.00	7.50	4.86
Pecuarios	2.46	1.77	2.17
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.16	6.15	5.51
Energéticos	6.44	6.12	5.82
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.39	6.20	4.99

Fuente: Banco de México.

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

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

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la evolución de la actividad económica en México continúa mostrando una mejoría, incluso por arriba de lo que se había anticipado. Asimismo, manifestaron su confianza en que durante 2011 y 2012 la inflación se comporte de acuerdo con lo previsto en el último Informe sobre la Inflación publicado por el Banco de México. Sin embargo, todos los miembros de la Junta coincidieron en que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado desde la reunión de enero de 2011.

En lo que se refiere al entorno externo, todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica a nivel mundial ha mostrado un desempeño más favorable, en particular en lo que se refiere a la economía de Estados Unidos. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que no debe olvidarse que la mayoría de las economías avanzadas sigue atravesando por una profunda

crisis que requiere un ajuste del gasto a niveles sostenibles en el largo plazo.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que a pesar de la mejoría en el panorama para la actividad económica a nivel mundial, prevalecen factores de riesgo que podrían afectar el dinamismo de ésta en el mediano plazo. Entre estos riesgos destacaron: i) el proceso de desapalancamiento por el que atraviesan los hogares en Estados Unidos; ii) la debilidad del mercado laboral y del sector de vivienda en dicho país; iii) el deterioro en la postura fiscal en las economías avanzadas, donde se han incrementado considerablemente los niveles de deuda pública y con ello se han reducido los espacios para mantener el estímulo fiscal; iv) la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales ante un posible desenlace desfavorable en alguna de las economías de la zona del euro; v) el aumento en los precios de materias primas, en particular de los energéticos; y, vi) la situación geopolítica en Oriente Medio y el Norte de África, cuyo efecto sobre el precio de los energéticos en el mediano plazo es incierto y ha dado lugar a un incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, afectando con ello los flujos de capital hacia las economías emergentes.

En lo que se refiere a la inflación mundial, todos los miembros de la Junta señalaron que el balance de riesgos se deterioró recientemente. Algunos

miembros de la Junta destacaron que en las economías avanzadas ésta permanece en niveles bajos y que inclusive los riesgos derivados de los aumentos en los precios de materias primas son limitados. Lo anterior puesto que el efecto de estos aumentos sobre la inflación en dichas economías, y en particular sobre la inflación subyacente, se espera sea reducido. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que en las economías avanzadas, incluyendo Estados Unidos, ya se han comenzado a observar aumentos en la inflación y en los indicadores de compensación por inflación y riesgo inflacionario que se obtienen de instrumentos de mercado. Inclusive, destacó que algunos bancos centrales, como los de Australia, Suecia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda, han incrementado su tasa de interés de referencia y la probabilidad de que esto suceda en el Reino Unido y en la zona del euro ha aumentado.

En cuanto a la inflación en las economías emergentes, todos los miembros de la Junta coincidieron en que la preocupación en este frente es mayor que en las economías avanzadas. Algunos miembros de la Junta destacaron el aumento que se ha observado en la inflación y en sus expectativas en algunas economías avanzadas y emergentes, donde inclusive ya se ha venido restringiendo la postura de política monetaria y se espera que este proceso continúe. Otro miembro de la Junta señaló que los casos en que se han observado incrementos en las tasas de interés de política monetaria en países emergentes, son principalmente aquéllos donde las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, derivadas del aumento en el precio de materias primas, se han sumado a las ya existentes de demanda derivadas del sobrecalentamiento de sus economías.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el aumento en el precio de materias primas ha elevado los riesgos al alza para la inflación a nivel mundial. Un miembro de la Junta recordó que aumentos en los precios de materias primas, no muy diferentes a los actuales, propiciaron presiones inflacionarias significativas en 2008, si bien bajo condiciones de menor holgura respecto a las que prevalecen en la actualidad. Otro miembro de la Junta mencionó que aún cuando el panorama para la inflación a nivel mundial presenta mayores riesgos, el aumento en los precios de materias primas no debe sobredimensionarse. Asimismo, señaló que debe recordarse que la actividad económica global sigue sujeta a diversos riesgos (ya señalados) y que incluso existen cuestionamientos sobre la sostenibilidad de la recuperación económica. Asimismo, hizo referencia

a que las acciones de política económica llevadas a cabo en algunas economías emergentes para atenuar su ritmo de crecimiento podrían a su vez reducir la presión sobre los precios de materias primas.

En lo que se refiere a México, todos los miembros de la Junta destacaron el mejor desempeño de la actividad económica así como de sus indicadores prospectivos. Lo anterior como reflejo de una mayor fortaleza en la demanda interna y de una mayor producción manufacturera derivada, a su vez, de la mejoría en la producción industrial en Estados Unidos. Un miembro de la Junta destacó que la mejoría en la inversión ha contribuido a que la recuperación de la demanda agregada en México muestre un mejor balance entre sus componentes.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la evolución reciente de la inflación en México ha sido acorde con lo previsto por el Instituto Central. No obstante, un miembro de la Junta mencionó que la tasa de inflación anual actual es semejante a la observada a mediados de 2010. Al respecto, otro miembro de la Junta hizo referencia a que la inflación y sus expectativas se han comportado notablemente bien, particularmente si se considera que el dinamismo de la actividad económica no ha derivado en presiones generalizadas de precios y que los aumentos en los de materias primas no se han visto reflejados de manera importante en aumentos de precios internos. También mencionó que este comportamiento favorable ha obedecido, en parte, a la fortaleza cambiaria ya que el tipo de cambio se ha mantenido en un intervalo reducido, si bien recientemente con cierta volatilidad a raíz del aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Otro miembro de la Junta señaló que la evolución reciente de la inflación también puede reflejar la disminución de algunos precios de servicios en determinadas zonas del país debido a razones asociadas con la inseguridad.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. Entre los factores de riesgo señalados se encuentran: i) un menor grado de holgura en la economía derivado del dinamismo de la actividad económica; ii) el aumento en los precios de materias primas; iii) el aumento en los precios internos de algunos alimentos derivados de condiciones adversas de oferta, particularmente en Sinaloa; y iv) una mayor volatilidad del tipo de cambio a raíz de la situación en el Oriente Medio y el Norte de África.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que ha disminuido el grado de holgura en la economía para absorber choques de cambios en precios relativos provenientes del exterior. En particular, la brecha del producto se ha venido cerrando y se espera que continúe haciéndolo durante los siguientes trimestres. Adicionalmente señalaron que la velocidad a la que se han estado cerrando tanto la brecha del producto, como otros indicadores de holgura, ha superado lo anticipado y podría limitar el descenso de la inflación. Sin embargo, un miembro de la Junta mencionó que el grado de holgura que prevalece en la economía posiblemente sea superior al que sugieren los indicadores de brecha del producto. Asimismo, destacó que si bien los indicadores de brecha del producto con que se cuenta se estiman con las mejores metodologías disponibles, su cálculo es particularmente difícil puesto que se construyen a partir de una variable no observada, el producto potencial, acerca de la cual existe un alto grado de incertidumbre, especialmente respecto a su evolución ante la caída tan profunda de la actividad económica a finales de 2008 y principios de 2009. Por consiguiente, y teniendo en consideración que es un indicador de los conocidos como de “forma reducida”, sugirió interpretarlo con prudencia y complementarlo con otros indicadores. Inclusive, mencionó que al analizar los mercados de factores de la producción no parecería que la economía se encuentra en una situación cercana al pleno empleo. Al respecto, algunos miembros de la Junta destacaron que la evolución de la brecha del producto no se ha visto acompañada de presiones generalizadas de precios, posiblemente como reflejo de que otros indicadores de la economía continúan mostrando condiciones holgadas. Entre éstos se hizo referencia a: i) la holgura que prevalece en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo sigue en niveles por arriba de los registrados antes de 2008; ii) el uso de la capacidad instalada que sigue por debajo de los niveles registrados en 2008; iii) el mercado crediticio que apenas comienza a mostrar una recuperación; y, iv) la evolución favorable de las cuentas externas que no muestra señales de presiones inflacionarias.

Un miembro de la Junta señaló que si bien existe incertidumbre respecto a los indicadores de brecha del producto, la cual no es privativa de México sino de cualquier país, la debilidad que mostró la inversión en los últimos dos años apunta a que el ajuste en el producto potencial posiblemente haya sido a la baja, lo que no abona a creer que la holgura prevaleciente tuviera todavía un gran recorrido hacia adelante. Al respecto, otro miembro de la Junta manifestó que la metodología que

comúnmente se utiliza para estimar la brecha del producto en México y en otras economías, tiende a sobreestimar las caídas en el producto potencial.

Un miembro de la Junta señaló que si bien la respuesta de la política monetaria a los indicadores de brecha del producto no debe ser mecánica y el análisis debe complementarse con otros indicadores, no debe desvirtuarse la utilidad de los primeros, máxime cuando en el pasado se han utilizado como explicación de la evolución favorable de la inflación. Por ello, insistió en la necesidad de ampliar la explicación de los argumentos y ser congruentes en el mensaje. Al respecto, otro miembro de la Junta reconoció la importancia de los indicadores de brecha del producto y señaló que simplemente hay que reconocer las limitaciones que existen en cuanto a tener una medición exacta de esta variable.

Algunos miembros de la Junta expresaron su preocupación por el hecho de que a pesar del amplio grado de holgura que prevaleció en la economía en los últimos dos años, la reducción en la inflación no haya sido mayor. Al respecto, otro miembro de la Junta señaló que a la par de la holgura que se observó en los últimos dos años, también tuvo lugar una depreciación importante del tipo de cambio y que incluso la paridad, hasta el día de hoy, se encuentra en un nivel más depreciado que el que prevalecía antes de la recesión. Por consiguiente, en su opinión, el hecho de que la inflación haya disminuido a pesar de una depreciación cambiaria significativa es reflejo de que la holgura en la actividad económica contribuyó a disminuir el traspaso del tipo de cambio a los precios.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el aumento en el precio de materias primas significa un mayor riesgo para la inflación en el país. Sin embargo, un miembro de la Junta destacó que la vulnerabilidad de la inflación en México a los choques en precios de los energéticos es menor que en otras economías debido a la política del Gobierno Federal que aísla los precios internos de las presiones externas. Asimismo, señaló que si bien esta política debe evaluarse en cuanto al costo fiscal para el Gobierno, ante circunstancias como las actuales tiene un efecto favorable sobre la inflación y representa una diferencia importante entre México y otras economías. Sin embargo, otro miembro de la Junta cuestionó qué tan efectiva es esta política para aislar a la larga el efecto de aumentos en el precio internacional de los energéticos puesto que, incluso considerando que en el corto plazo éste pudiera ser el caso, en la

medida en la que los precios internos se alejan de los precios externos, se genera una señal de inflación reprimida que tarde o temprano se traduce en mayores expectativas de inflación. Un miembro de la Junta destacó que uno de los retos importantes que enfrenta la Junta de Gobierno es identificar con claridad cuándo obedece la evolución de la inflación a choques exógenos derivados de cambios en los precios relativos de materias primas y cuándo comienzan éstos a generar una dinámica endógena del proceso inflacionario. Esto último sucedería cuando las expectativas de inflación comenzaran a verse contaminadas, lo cual hasta ahora no ha sucedido. Asimismo, señaló que ante aumentos no sostenidos en precios derivados de cambios en precios relativos, que tienen un efecto transitorio sobre la inflación, no es oportuno que la política monetaria intente contrarrestar dicho efecto. Ello, en función de que una respuesta de política monetaria difícilmente revertiría dichos aumentos debido al rezago con el que ésta tendría efectos sobre la inflación y solamente terminaría induciendo costos sobre la actividad económica.

Algunos miembros de la Junta expresaron su preocupación por los aumentos de precios en algunas hortalizas derivados de los acontecimientos climáticos en Sinaloa. Un miembro de la Junta manifestó su preocupación por el impacto en las expectativas del público de los recientes aumentos de precios en productos especialmente sensibles para la población. Todos señalaron la conveniencia de que el Banco se mantenga atento a que estos acontecimientos no contaminen las expectativas de inflación.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la inflación pudiera verse afectada por la volatilidad en el tipo de cambio, misma que en las últimas semanas ha aumentado a raíz del incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales como resultado de los problemas geopolíticos en Oriente Medio y el Norte de África. Algunos miembros de la Junta señalaron que la inflación posiblemente ya no se verá beneficiada por una mayor apreciación cambiaria. Sin embargo, otro miembro de la Junta mencionó que aún cuando la volatilidad cambiaria representa un riesgo, no debe descartarse la posibilidad de que eventualmente la situación en el Oriente Medio y Norte de África se pueda estabilizar y, como sucedió con la incertidumbre referente a algunas economías europeas, las condiciones en los mercados financieros internacionales se normalicen. Así, de materializarse una situación como la descrita, no puede descartarse un escenario en el que nuevamente se observen importantes flujos de

capitales hacia México que a su vez conlleven a una apreciación cambiaria. Asimismo, recordó que México sigue siendo un país muy atractivo y con grandes fortalezas distinguiéndolo de muchas otras economías. En particular, destacó la fortaleza de las finanzas públicas, de la política monetaria y del sistema financiero, así como el hecho de que no se enfrentan problemas de balanza de pagos, y que se cuenta con un monto importante de reservas internacionales. Estas condiciones estructurales de la economía mexicana no solamente significan una situación favorable en el corto plazo respecto a las economías avanzadas, sino sobre todo en el mediano y largo plazo.

En lo que se refiere a las expectativas de inflación, algunos miembros de la Junta señalaron que las correspondientes a 2011 y 2012, lejos de disminuir, aún se mantienen en niveles elevados e inclusive han mostrado un deterioro adicional. En lo que se refiere a las expectativas de mayor plazo, todos los integrantes de la Junta coincidieron en que se mantienen bien ancladas, si bien por arriba de la meta de 3 por ciento. No obstante, un miembro de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que los indicadores de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitos en los bonos de largo plazo permanecen por arriba de 4 por ciento. Asimismo, hizo referencia a que en los mercados financieros nacionales ha continuado la reducción en la duración de la tenencia de valores de renta fija por parte de extranjeros y mencionó que, en su opinión, ello posiblemente sea reflejo de que algunos participantes en el mercado anticipan que las tasas de interés subirán como en otras economías.

Un miembro de la Junta expresó su preocupación por la resistencia que muestran las expectativas de inflación para ajustarse a la baja. Señaló que el escepticismo mostrado por los analistas respecto del objetivo de 3 por ciento posiblemente sea reflejo del hecho de que en los últimos años la inflación se ha ubicado con frecuencia por arriba de 4 por ciento. Ante ello, destacó la necesidad de lograr anclar la inflación y sus expectativas en 3 por ciento. Por su parte, otro miembro de la Junta comentó que en su opinión la previsión de inflación del Instituto Central no muestra un avance importante hacia la meta de 3 por ciento en los siguientes dos años y manifestó su preocupación respecto a que el público pudiera percibir cierta indiferencia por parte de la Junta de Gobierno con relación a que la inflación se sitúe en cualquier nivel dentro del intervalo entre 2 y 4 por ciento. Sin embargo, otro miembro de la Junta señaló que el objetivo de inflación se definió en 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de

más/menos un punto porcentual alrededor de dicho objetivo puntual, precisamente para tener la flexibilidad de poder acomodar el efecto transitorio sobre la inflación de cambios en precios relativos. En particular, mencionó que tanto la inflación como sus expectativas se están viendo afectadas por cambios en precios relativos que se esperaría sólo tuvieran un efecto transitorio sobre la inflación. Por consiguiente, consideró que en las circunstancias actuales, en las que parecería haber mucho ruido sobre la inflación y sus expectativas derivado de variaciones en precios relativos, no se está claudicando al objetivo de 3 por ciento, como tampoco se está mostrando indiferencia respecto del nivel de la inflación dentro del intervalo de variabilidad.

En el contexto descrito, un miembro de la Junta enfatizó que el Banco tiene el reto de lograr que las expectativas de inflación converjan a la meta de 3 por ciento y que a pesar de que las circunstancias actuales sean excepcionales en cuanto a los cambios en precios relativos, le preocupa que el público pudiera percibir una falta de voluntad en la autoridad monetaria para llevar la inflación a 3 por ciento. Inclusive, enfatizó que el intervalo de variabilidad alrededor de la meta puntual se diseñó con la finalidad de que la inflación estuviera en ocasiones por arriba y en otras por abajo del 3 por ciento. Sin embargo, esto aún no se ha presentado en México ya que la inflación se ha mantenido en la parte superior del intervalo. No obstante, otro miembro de la Junta destacó que es importante reconocer que en la medida en que exista incertidumbre respecto a la fortaleza fiscal del país en el mediano plazo, eso seguirá afectando la inflación no subyacente y sus expectativas, lo que introduce un sesgo al alza en la inflación. Por consiguiente, la pregunta es si en términos generales, es eficiente para la economía que dicho sesgo se combata únicamente con política monetaria y, particularmente, bajo las circunstancias actuales en que la recuperación económica se está consolidando.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en la importancia de permanecer alerta a los riesgos que enfrenta la inflación y en enfatizar que ante una situación en la que se perciban presiones generalizadas sobre los precios y/o una contaminación de las expectativas de inflación, se tomarán las acciones conducentes para asegurar la convergencia de la inflación a su objetivo de 3 por ciento. Al respecto, un miembro de la Junta señaló la importancia de enfatizar en la comunicación del Banco que el objetivo permanente de 3 por ciento es sobre la inflación general, que es alcanzable y

que el Banco no es indiferente ante niveles de inflación entre 2 y 4 por ciento ni tampoco al comportamiento de la inflación no subyacente. Asimismo, manifestó que es importante prevenir al público que bajo ciertas circunstancias el Instituto Central pudiera verse en la necesidad de instrumentar un ajuste oportuno y preventivo en la tasa de interés de referencia para cumplir con su compromiso con la estabilidad de precios. Al respecto, otro miembro de la Junta señaló que se deberá proceder con mucha cautela puesto que una reacción prematura de la política monetaria en las circunstancias actuales, sin la certeza de que dicha acción pueda contrarrestar los efectos de cambios en precios relativos sobre la inflación a tiempo, pudiera terminar imponiendo solamente un costo sobre la recuperación económica.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

Asimismo, dicho Órgano Colegiado decidió continuar vigilando el comportamiento de las expectativas de inflación, la brecha del producto, los precios públicos y, con especial atención, los precios de los granos y de otras materias primas, así como diversos determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Así, en caso de que, a juicio de la Junta, esta última eventualidad se materialice, el Instituto Central ajustará oportunamente la postura monetaria para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 18 de marzo de 2011