



BANCO DE MÉXICO

Minuta número 1

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 21 de enero 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: 20 de enero 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

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2011 han mejorado. Ello es reflejo de que en los últimos meses se ha registrado una recuperación en diversos indicadores de algunas de las principales economías avanzadas, con excepción de Japón, mientras que continúa el fuerte crecimiento en las economías emergentes. En las primeras, el efecto de los estímulos fiscal y monetario explican, en gran medida, esta mejoría.

No obstante el avance en las perspectivas de corto plazo, persisten factores estructurales que apuntan a que, en los años subsecuentes, las tasas de crecimiento en las economías avanzadas serán

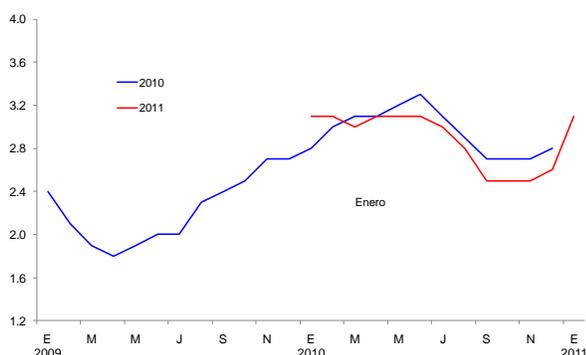
menores a las registradas antes de la crisis internacional. Ello debido a la debilidad prevista de la demanda interna en los países desarrollados más importantes, en respuesta a la lenta recuperación de sus mercados laborales, al proceso de desendeudamiento por el que atraviesan los hogares, así como al ajuste gradual del sector inmobiliario. Otros factores importantes son la necesidad de un considerable esfuerzo de consolidación fiscal en algunos países de Europa, y la situación del sistema financiero mundial, que se encuentra inmerso en un proceso de reducción de su exposición al riesgo.

En Estados Unidos el ritmo de actividad económica repuntó en el último trimestre del 2010, aunque éste no se ha traducido aún en una reducción significativa del desempleo. En particular, la producción industrial registró una recuperación y los indicadores adelantados apuntan a un crecimiento en los siguientes trimestres. El gasto de las familias aumentó a una mayor tasa, pero siguió limitado por el elevado desempleo, el crecimiento modesto del ingreso, la menor riqueza y las restrictivas condiciones de crédito. Por su parte el sector de la vivienda permaneció deprimido. Respecto a la inversión, el gasto de las empresas en equipo y software continuó su crecimiento, en tanto que la inversión en estructuras no residenciales se mantuvo débil.

Los pronósticos de crecimiento en Estados Unidos para 2010 y 2011 se han revisado al alza (Gráfica 1), en buena medida como reflejo de los recientes estímulos monetario y fiscal: en adición al incremento en el grado de laxitud monetaria a través del segundo programa de estímulo cuantitativo de la Reserva Federal (QE2 por sus siglas en inglés), el Congreso de Estados Unidos aprobó en diciembre un nuevo paquete de estímulos fiscales. Entre las medidas más relevantes están la prolongación de los recortes impositivos introducidos por la administración del Presidente Bush, la extensión de los beneficios de desempleo y la reducción por un año del impuesto sobre nómina.

No obstante, existe preocupación sobre la sostenibilidad de la recuperación a través del dinamismo del gasto privado una vez que se desvanezcan los efectos de dichos estímulos. Asimismo, el eventual retiro de estas medidas podría tener un costo elevado en términos de crecimiento futuro, sobre todo si no se alcanzan compromisos creíbles de consolidación fiscal.

Gráfica 1
EUA: Evolución del Pronóstico del Producto Interno Bruto Real
 Variación anual en por ciento



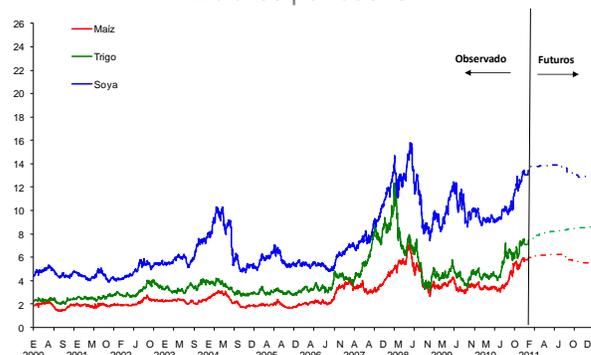
Fuente: Blue Chip.

El crecimiento del PIB de la zona del euro está siendo explicado en gran medida por Alemania, en donde el consumo y la inversión han repuntado en meses recientes. No obstante, las tensiones en los mercados financieros europeos persisten, a pesar del apoyo financiero en gran escala a Irlanda por parte de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional (FMI), y del mayor apoyo del Banco Central Europeo a los mercados de deuda soberana de países de la región. Asimismo, permanecen las dudas sobre la capacidad de países como Portugal, España y, recientemente, Bélgica, para cubrir sus necesidades financieras. Los márgenes soberanos de estos países se han mantenido elevados o han aumentado aún más ante temores sobre la sostenibilidad de sus deudas y la necesidad de una eventual reestructuración de las mismas.

Los precios internacionales de los productos primarios han registrado un alza importante recientemente, la cual fue más pronunciada entre los precios de los no energéticos como los alimentos (Gráfica 2) y los metales. El aumento en los precios de los productos primarios obedece principalmente a un cambio en precios relativos consecuencia de un aumento en la demanda y una reducción en la oferta a nivel mundial. Por el lado de la demanda, existen tres factores principales que explican este cambio: i) las mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial, en particular de países como China e India, lo que aumenta la demanda de este tipo de bienes para consumo; ii) la mayor participación de algunos países emergentes, en particular China, en los procesos manufactureros, lo que ha incrementado la demanda de estos bienes como insumos para la producción; y, iii) la elevada liquidez global ha

incrementado la demanda de productos financieros que tienen como subyacente a las materias primas. Por el lado de la oferta, ésta se ha visto afectada debido a condiciones climáticas adversas.

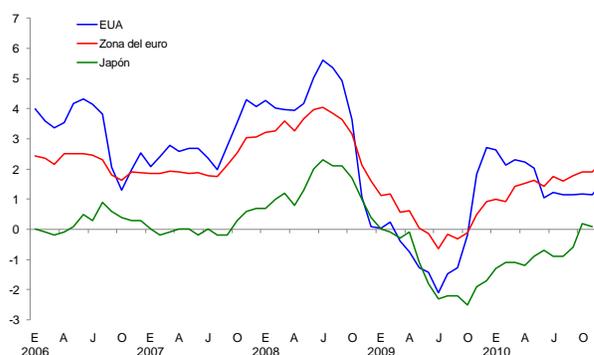
Gráfica 2
Precios Internacionales de los Granos
 Dólares por bushel



Fuente: United States Department of Agriculture (USDA) y Chicago Board of Trade (CBT)

A pesar de los incrementos en los precios de las materias primas, en las principales economías avanzadas la inflación permaneció en niveles reducidos durante el cuarto trimestre (Gráfica 3). Incluso, si bien la posibilidad de un escenario de deflación parece haberse reducido de forma importante, aún permanece como un factor de riesgo.

Gráfica 3
G3: Inflación General
 Por ciento anual

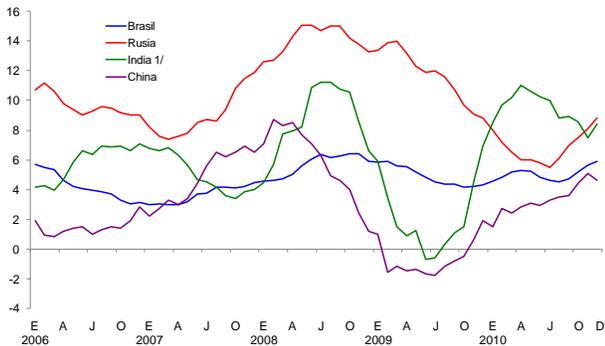


Fuente: BLS, Eurostat y Japan Statistics Bureau.

Nota: La cifra de Japón está disponible a noviembre.

En contraste, en algunas economías emergentes se ha registrado recientemente un aumento en los niveles de inflación, derivado de mayores presiones de demanda, del aumento en los precios de los alimentos, o de una combinación de ambas (Gráfica 4).

Gráfica 4
Economías Emergentes: Inflación General
 Por ciento anual



Fuente: Bloomberg.
 1/ Se refiere a la inflación de los precios al mayoreo.

En particular, algunas economías emergentes continúan creciendo a un ritmo acelerado, lo que ha generado preocupación respecto a un posible sobrecalentamiento y ha propiciado la consecuente restricción de sus políticas monetarias. Concretamente, en China las autoridades tomaron medidas monetarias restrictivas, incrementando las tasas de referencia y los requerimientos de reserva de los bancos comerciales, e instrumentaron acciones (incluyendo controles de precios) para intentar detener el incremento en la inflación.

2.2. Evolución financiera reciente

Mercados desarrollados

Los mercados financieros reaccionaron favorablemente a las mejores expectativas de crecimiento para la economía estadounidense. Se observó un fuerte incremento de las tasas de interés en países desarrollados, así como un avance de los índices accionarios. En particular:

- En Estados Unidos, las tasas de interés de bonos del gobierno aumentaron principalmente ante la expectativa de un mayor dinamismo de la actividad económica. La perspectiva de un incremento en la oferta de títulos gubernamentales para financiar el alto déficit fiscal, así como la liquidación de posiciones largas ante un programa de compra de activos menos agresivo al anticipado por parte de la Reserva Federal, también contribuyeron al movimiento. Algunos otros factores técnicos relacionados con el mercado secundario de hipotecas y la falta de liquidez asociada al final

del año ocasionaron que el ajuste de las tasas posiblemente fuera más acentuado.

- Por su parte, los índices accionarios continuaron avanzando desde la última junta de política monetaria del 2010, reflejando el mayor apetito por riesgo por los inversionistas.
- En cuanto al comportamiento de las divisas durante los últimos dos meses, destacó la depreciación del euro frente a las principales monedas en respuesta a la preocupación por la situación fiscal y financiera de algunos países europeos. Asimismo, las divisas de países con una relación comercial más estrecha con Estados Unidos también se apreciaron ligeramente, tales como el peso mexicano y el dólar canadiense.

A pesar del optimismo observado en las últimas semanas, en el futuro previsible existen varios factores de riesgo que podrían afectar el comportamiento de los mercados financieros e incidir sobre las expectativas de crecimiento económico global:

- Uno de los más importantes es el continuo deterioro de los mercados financieros europeos. Irlanda solicitó un paquete de ayuda financiera a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional para brindarle apoyo a su sector bancario y poder cumplir con sus obligaciones de deuda. Sin embargo, el paquete de rescate y otras medidas instrumentadas por las autoridades europeas no parecen haber sido suficientes para restaurar la confianza de los mercados en la región. Así, algunos indicadores de mercado asignan una alta probabilidad a que otros países pudieran solicitar ayuda producto de sus vencimientos importantes de deuda y sus elevados costos de financiamiento. En respuesta al deterioro de los mercados financieros, durante las últimas semanas el Banco Central Europeo ha continuado con la compra de bonos gubernamentales en el mercado secundario y extendido al menos durante los siguientes tres meses sus operaciones de refinanciamiento con montos ilimitados.
- Otro factor de riesgo es la frágil recuperación económica observada en Japón, donde continúa el problema deflacionario y la debilidad laboral, al igual que el Reino Unido, afectado

por un mercado de vivienda que no termina por recuperarse.

Mercados emergentes

La trayectoria favorable de crecimiento de los países emergentes continúa contrastando con la lenta recuperación de las economías desarrolladas, reforzando el atractivo por invertir en sus activos financieros. A ello también ha contribuido la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas en el actual entorno de liquidez mundial. Sin embargo, existe cierta preocupación asociada a la magnitud y velocidad de estos flujos de capital, en particular por la apreciación de las monedas en países con regímenes de tipo de cambio flexible y su posible impacto sobre la competitividad de sus exportaciones, por las expansiones excesivas del crédito y la posible formación de “burbujas” en los precios de sus activos, así como por la posibilidad de que el volumen de las entradas de capital extranjero pueda dejar a las economías vulnerables a salidas repentinas de dichos flujos.

El reciente aumento de la inflación de algunas economías emergentes ha puesto a muchos de sus bancos centrales en un dilema: por una parte, las presiones inflacionarias requerirían de un incremento en las tasas de interés para restringir la política monetaria; por la otra, las mayores tasas de interés locales podrían incrementar el atractivo para la entrada de flujos de capital. Ante esta problemática, autoridades monetarias han buscado alternativas para disminuir las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna sin incentivar una entrada de capitales que acrecienta la apreciación de sus divisas. Así, varios países emergentes han recurrido, por un lado, a intervenciones en el mercado cambiario y, por otro, a la adopción de medidas macro-prudenciales enfocadas principalmente a elevar los requerimientos de reservas de las instituciones bancarias. Sin embargo, dado que en varios de estos países la inflación se encuentra por arriba de su objetivo, y dado que las medidas macro-prudenciales no parecen ser un sustituto sino un complemento de la política monetaria tradicional, no se descarta que hacia adelante se realicen ajustes al alza en las tasas de referencia de los países aludidos.

En suma, la expectativa de que las tasas de interés de corto plazo en los principales países desarrollados se mantengan en niveles excepcionalmente bajos, podría motivar que se

mantenga el optimismo reciente de los mercados financieros. No obstante, la problemática fiscal de algunos países de la Euro-zona, así como el posible deterioro de las expectativas de inflación en algunos países y la consecuente restricción de su política monetaria, seguirán siendo factores de riesgo para el comportamiento de los mercados en los siguientes meses.

Mercados mexicanos

Después de haber registrado una fuerte depreciación en agosto de 2010 hasta alcanzar niveles cercanos a 13.2 pesos por dólar a finales de dicho mes, la cotización de la moneda nacional ha venido registrando una tendencia general sostenida hacia la apreciación. Las mejores expectativas de crecimiento en Estados Unidos y sus repercusiones favorables sobre la economía nacional, aunado a otros factores como la contratación por nuestro país de una línea de crédito flexible ampliada con el FMI y los altos precios del petróleo, han reforzado la expectativa de apreciación del peso durante 2011.

Lo anterior se ha reflejado en recomendaciones por parte de diferentes analistas financieros para que inversionistas tomen posiciones largas en pesos contra otras divisas. En este entorno, se ha observado una reducción de la volatilidad implícita en las opciones del peso con respecto del dólar, alcanzando niveles muy reducidos no vistos desde inicios del año pasado. Asimismo, la posición de inversionistas extranjeros en pesos continúa creciendo, en particular a través de mayores tenencias de valores gubernamentales.

En el mercado de dinero destacó el incremento de las tasas de interés de largo plazo en las últimas semanas, lo que provocó un empinamiento de la curva de rendimiento. Tras haber alcanzado los niveles mínimos históricos durante octubre del año pasado, las tasas de interés de largo plazo iniciaron una tendencia ascendente, en línea con el comportamiento que se observó en las tasas de interés de Estados Unidos durante ese mismo periodo. En efecto, el alza en los réditos a mayores plazos en México no reflejó un alza en las expectativas de inflación.

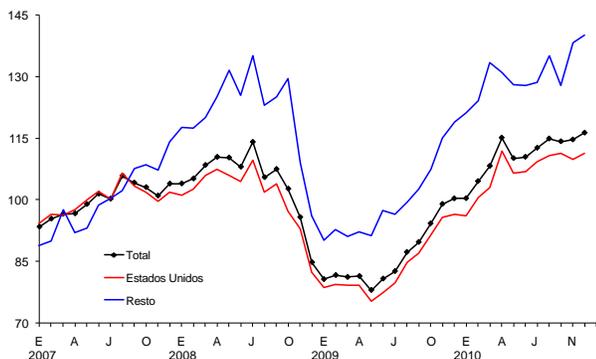
2.3. Panorama para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

La evolución de los indicadores más oportunos muestra que durante el cuarto trimestre de 2010, la

actividad productiva en México continuó registrando una tendencia positiva. En lo que corresponde a la demanda externa, si bien ésta había venido mostrando una desaceleración a lo largo del año, recientemente parecería estar retomando una trayectoria creciente (Gráfica 5). Por su parte, la demanda interna ha mostrado una expansión relativamente más generalizada que en los trimestres previos.

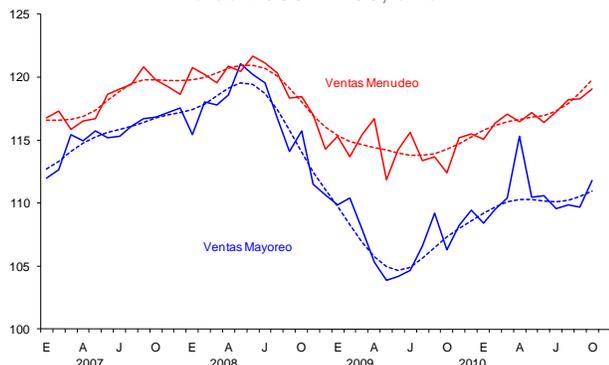
Gráfica 5
Exportaciones Manufactureras
Índice 2007 = 100, a. e.



Fuente: Banco de México
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

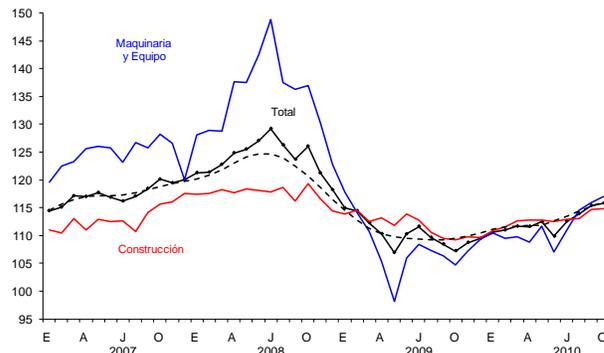
En particular, los indicadores asociados al consumo privado señalan que éste mantuvo su dinamismo, a la vez que la inversión ya muestra una tendencia positiva más clara, si bien aún permanece en niveles bajos (Gráficas 6 y 7). La recuperación del gasto interno está reflejando el hecho de que algunos de sus determinantes, tales como la masa salarial real del sector formal, el financiamiento y los niveles de confianza de los hogares y empresas, han presentado una tendencia más favorable.

Gráfica 6
Ventas en Establecimientos Comerciales
Índice 2003 = 100, a. e.



Fuente: Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Gráfica 7
Inversión y sus Componentes
Índice 2005 = 100, a. e.

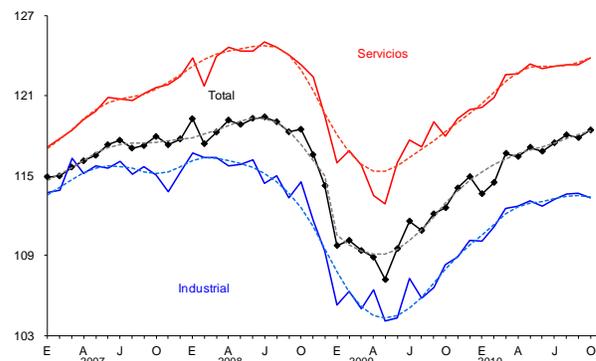


Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

La evolución de la demanda externa ha impulsado a la actividad manufacturera y, por ende, al sector industrial. Además, las exportaciones manufactureras mexicanas también se han visto favorecidas por la depreciación del tipo de cambio real (en comparación con sus niveles previos a la crisis). El impulso proveniente del sector externo, al igual que en otros países exportadores, se ha extendido a la demanda interna. Así, la reactivación de esta última ha contribuido a que el sector servicios mantenga una trayectoria creciente y a un cambio favorable en la tendencia de la producción en la industria de la construcción.

Todo ello ha resultado en que se mantenga una trayectoria creciente en los niveles de actividad productiva (Gráfica 8).

Gráfica 8
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2003 = 100, a. e.



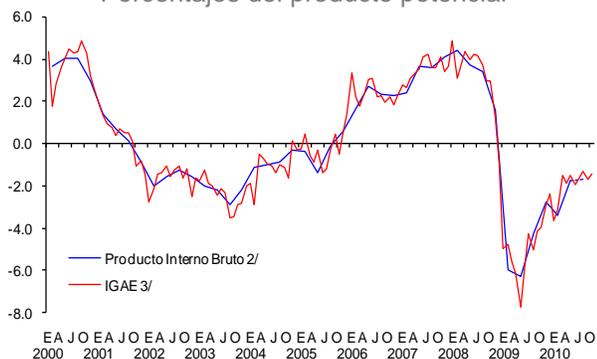
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.
a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

2.3.2. Inflación

Determinantes de la inflación

Reflejando la evolución de la demanda agregada, la brecha del producto se ha venido cerrando más rápido de lo esperado (Gráfica 9). No obstante, continuaron sin observarse presiones de demanda sobre la utilización de los principales insumos y las cuentas externas del país.

Gráfica 9
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial



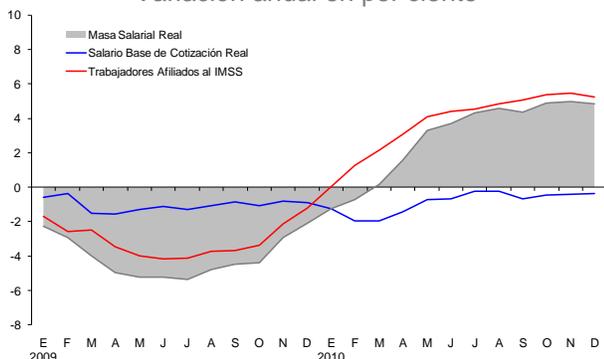
Fuente: Banco de México.

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

2/Cifra del PIB al tercer trimestre de 2010.

3/Cifras a octubre de 2010.

Gráfica 10
Masa Salarial Real del Sector Formal
Variación anual en por ciento

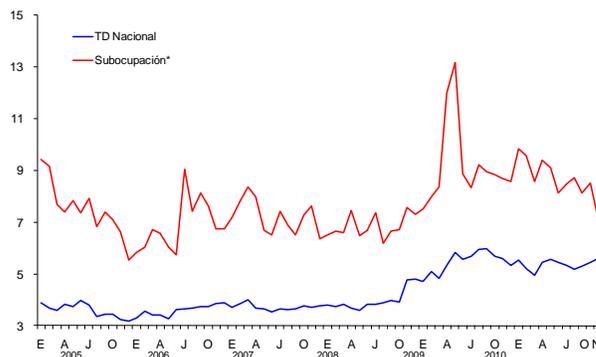


Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información del IMSS.

En efecto, a pesar de que el empleo formal de la economía ha venido mostrando una marcada tendencia positiva, la recuperación de la masa salarial real total ha sido relativamente más lenta (Gráfica 10). De hecho, las alzas salariales han sido moderadas. A ello ha contribuido el que las tasas de desempleo y de subempleo, así como la

ocupación en el sector informal, se han mantenido en niveles relativamente elevados, si bien en algunos casos han tendido a disminuir (Gráficas 11 y 12).

Gráfica 11
Tasa de Desocupación Nacional y Subocupación
Por ciento, a. e.

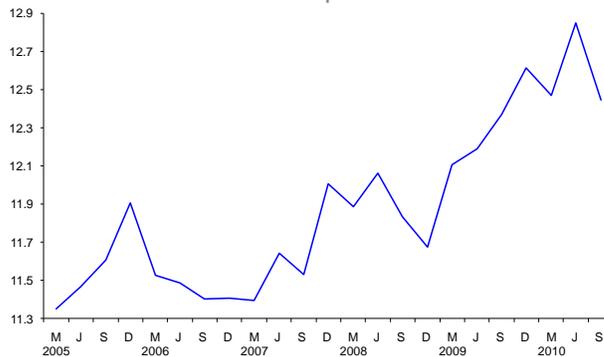


Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

* Serie original

Gráfica 12
Población Ocupada en el Sector Informal
Millones de personas



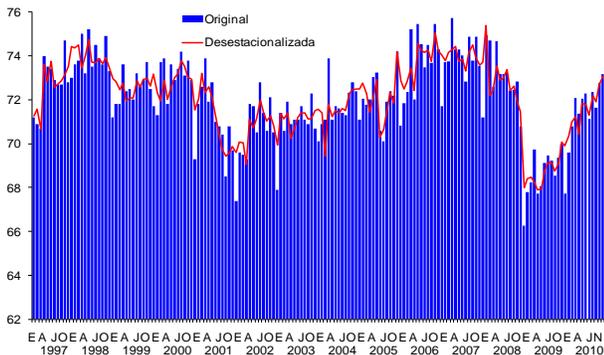
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Por su parte, el uso de la capacidad instalada en el sector manufacturero ha continuado creciendo, si bien se ha mantenido en niveles más bajos a los observados previo a la crisis (Gráfica 13). Este elemento posiblemente ha contribuido a moderar la recuperación de la inversión.

De manera congruente con lo anterior, las cuentas externas siguen presentando déficit moderados, lo cual en parte refleja la ausencia de presiones por el lado de las importaciones asociadas con el gasto doméstico, especialmente en el caso de las de bienes de capital (Gráfica 14). Por su parte, los importantes montos de recursos del exterior permitieron un financiamiento holgado del déficit de

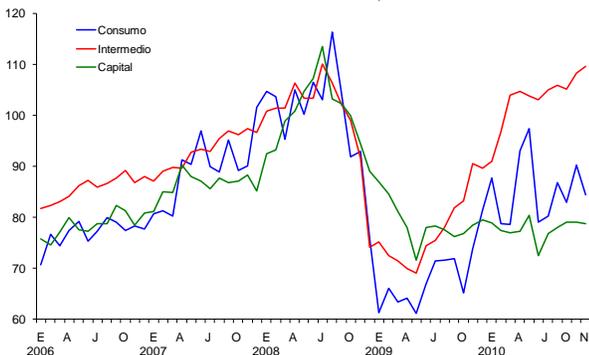
la cuenta corriente e, incluso, contribuyeron a que se registrara una apreciación del tipo de cambio y un incremento significativo de las reservas internacionales.

Gráfica 13
Uso de la Capacidad Instalada:
Sector Manufacturero
 Por ciento



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

Gráfica 14
Importaciones por Tipo de Bien
 Índice 2008 = 100, a. e.



Fuente: Banco de México.
 a. e. Cifras ajustadas estacionalmente.

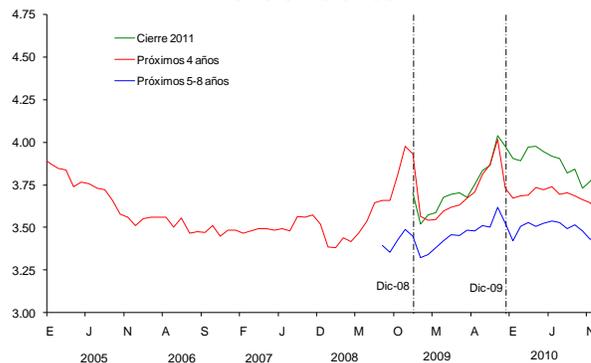
Cabe destacar, no obstante, que las condiciones anteriores podrían irse modificando a medida que la brecha del producto se vaya cerrando en 2011. El que en algún momento la brecha se torne positiva, implica que eventualmente podrían llegar a verse presiones en los principales mercados de insumos.

En el contexto descrito, las expectativas de inflación para el cierre de 2011 se han mantenido alrededor de 3.8 por ciento en los últimos meses (Gráfica 15).

Al respecto, cabe señalar que las expectativas para el subíndice de inflación subyacente mostraron, en general, una tendencia a la baja a lo largo de 2010. En lo que respecta a 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), éstas han permanecido ancladas (Gráfica 15), si bien en niveles superiores al 3 por ciento.

Gráfica 15
Expectativas de Inflación General Anual
 Por ciento anual



Fuente: Banco de México.

Evolución y perspectivas de la inflación

En diciembre de 2010 la inflación general anual se ubicó en 4.40 por ciento (Gráfica 16 y Cuadro 1). Ello implicó un incremento de 0.38 puntos porcentuales con relación al nivel de octubre de 4.02 por ciento.

La evolución de la inflación general durante la última parte del 2010 fue congruente con lo previsto por el Instituto Central. Al respecto, el pronóstico sobre la inflación general anual promedio para el cuarto trimestre de 2010 se revisó a la baja 0.50 puntos porcentuales en el Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2010, estableciéndose el intervalo de pronóstico para dicho periodo de 4.25 a 4.75 por ciento. La inflación general anual promedio en el periodo señalado fue 4.25 por ciento, esto es, se situó en el límite inferior del intervalo de pronóstico.

El incremento que exhibió la inflación general anual entre octubre y diciembre de 2010, en lo principal, fue producto de la mayor incidencia del componente no subyacente (36 de los 38 puntos base que aumentó la inflación general son atribuibles a este componente, Cuadro 1). En esos meses la variación anual del índice no subyacente pasó de 5.27 a 6.60 por ciento (Gráfica 16).

En contraste, la inflación subyacente anual se mantuvo prácticamente sin cambio, al pasar de 3.58 a 3.61 por ciento. Entre los factores que

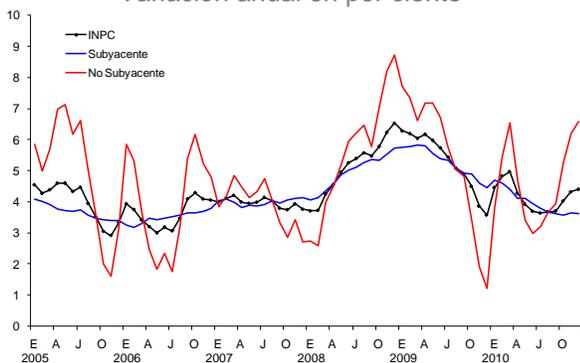
contribuyeron a su estabilidad destacaron: i) la evolución de la paridad cambiaria; ii) los niveles negativos de la brecha del producto; iii) revisiones salariales moderadas; y iv) los mayores niveles de competencia en el sector comercial.

Sin embargo, dichos factores fueron contrarrestados por las alzas que se observaron en las cotizaciones de algunos alimentos, destacando especialmente aquéllos cuyo insumo principal es el maíz o el trigo, así como las correspondientes a los cigarrillos.

Se estima que la inflación general anual descenderá en 2011. En particular, se prevé que la inflación convergirá al objetivo de inflación de 3 por ciento para la segunda mitad de 2011, considerando el intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento.

Sin embargo, la evolución de la inflación enfrenta diversos riesgos. Entre los que destacan al alza se encuentran: i) una elevación adicional de los precios internacionales de los granos y de otras materias primas; ii) el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios cuyas tarifas son determinadas por los gobiernos locales; iii) la posibilidad de que se reduzcan o se reviertan las condiciones de competencia entre las cadenas comerciales; iv) el que la brecha del producto se haya venido cerrando aumenta la vulnerabilidad de la inflación a perturbaciones de oferta; y, v) la volatilidad cambiaria en caso de una reversión de los flujos de capital a la luz de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 16
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes

Concepto	Variación Anual			Incidencia Anual ^{1/}			
	Cifras en por ciento			Puntos porcentuales			
	Oct-2010	Nov-2010	Dic-2010	Oct-2010 (a)	Nov-2010 (b)	Dic-2010 (c)	Diferencia (c - a)
INPC	4.02	4.32	4.40	4.02	4.32	4.40	0.38
Subyacente	3.58	3.63	3.61	2.64	2.67	2.65	0.02
Mercancías	3.52	3.69	3.82	1.27	1.32	1.37	0.10
Alimentos	3.80	3.80	4.35	0.55	0.62	0.71	0.16
Resto de Mercancías	3.65	3.59	3.37	0.72	0.70	0.66	-0.06
Servicios	3.63	3.58	3.41	1.37	1.35	1.28	-0.08
Vivienda	2.76	2.75	2.64	0.46	0.46	0.44	-0.02
Educación	4.65	4.65	4.64	0.29	0.29	0.29	0.00
Resto de Servicios	4.19	4.07	3.76	0.61	0.59	0.55	-0.06
No Subyacente	5.27	6.20	6.60	1.39	1.65	1.75	0.36
Agropecuarios	3.10	5.59	6.96	0.29	0.51	0.63	0.35
Frutas y Verduras	4.13	10.15	14.00	0.15	0.36	0.50	0.34
Pecuarios	2.40	2.64	2.46	0.13	0.15	0.14	0.00
Administrados y Concertados	6.44	6.52	6.41	1.10	1.14	1.12	0.02
Administrados	6.97	6.67	6.44	0.60	0.60	0.58	-0.02
Concertados	5.92	6.37	6.37	0.50	0.54	0.53	0.03

Fuente: Banco de México.

1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

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 el panorama para la actividad económica y la inflación en México ha mejorado y prevén que la inflación continúe mostrando una tendencia a la baja en 2011 y 2012. Todos los miembros de la Junta juzgaron que con la información disponible no existe evidencia que sugiera la existencia de presiones generalizadas sobre la inflación. Sin embargo, destacaron que, de la reunión de noviembre de 2010 a la fecha, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado.

En la discusión del entorno externo, todos los miembros de la Junta coincidieron en que las perspectivas para la actividad económica mundial han mejorado en las últimas semanas. Asimismo, destacaron la evolución favorable que en fechas recientes han presentado diversos indicadores de producción y de demanda en Estados Unidos, lo que ha dado lugar a revisiones al alza en las expectativas respecto al crecimiento de la actividad económica en dicho país. Algunos miembros de la Junta señalaron que el empinamiento de la curva de rendimientos en dicho país es un reflejo de la fase cíclica por la que atraviesa la economía, pero destacaron que en el mediano plazo este empinamiento se podría profundizar como reflejo de dificultades para financiar su déficit fiscal. Todos los miembros de la Junta mencionaron que en Europa se percibe una ligera mejoría en el panorama para la actividad económica. Asimismo, en lo que se refiere a la actividad económica en las economías emergentes, destacaron que éstas han venido mostrando un mayor dinamismo que el de las economías avanzadas.

No obstante la mejoría en la coyuntura para la actividad económica mundial, todos los miembros de la Junta coincidieron en que prevalecen factores de riesgo importantes que podrían limitar el crecimiento económico mundial en el mediano plazo. Entre estos factores se destacó: i) el proceso de desendeudamiento por el que se prevé continúen transitando los hogares en Estados Unidos; ii) el deterioro en la postura fiscal en las principales economías avanzadas, especialmente en algunas

de Europa; y, iii) la vulnerabilidad del sistema financiero internacional. Un miembro de la Junta enfatizó que un factor de riesgo importante es la posibilidad de que ante problemas en alguna de las economías europeas, las condiciones en los mercados financieros internacionales se tornen más astringentes y ello dé lugar a una salida de capitales de las economías emergentes que revierta los incrementos recientes en los precios de activos financieros. Algunos miembros de la Junta señalaron que en algún momento la recuperación de las economías avanzadas tenderá a debilitarse, en la medida en que los estímulos fiscal y monetario dejen de ser sostenibles y las tasas de interés se vean presionadas al alza.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la inflación a nivel mundial se mantiene en niveles reducidos. No obstante, también se destacó que se anticipa un comportamiento ligeramente menos favorable para la inflación externa durante 2011. Un miembro de la Junta mencionó que los indicadores de inflación se han deteriorado en economías avanzadas como el Reino Unido y la zona del euro, y en economías emergentes. Algunos de los miembros de la Junta destacaron que en el caso de ciertas economías emergentes, en un contexto en el que la actividad económica ha mostrado un mayor dinamismo, se han observado incrementos recientes en la inflación, particularmente en los subíndices de precios de alimentos y energéticos. Un miembro de la Junta enfatizó que la situación descrita ha llevado a un número de bancos centrales a incrementar sus tasas de interés de referencia y que es necesario permanecer atentos al surgimiento de presiones inflacionarias ya que México podría verse afectado por este fenómeno. Al respecto, otro miembro de la Junta destacó que si bien México goza de fundamentos económicos sólidos como otras economías emergentes, su estrecha integración con la economía de Estados Unidos, junto con las expectativas de mediano plazo para ésta, sugieren que difícilmente se observará una situación de sobrecalentamiento de la economía mexicana en los años siguientes.

En lo que se refiere a la economía mexicana, todos los miembros de la Junta señalaron que a partir del segundo semestre de 2010, la mejoría en el panorama para la actividad económica ha tenido lugar en un contexto en el que se ha logrado una contribución más equilibrada de los componentes internos y externos de la demanda agregada. Asimismo, mencionaron que la mejoría en la demanda interna ha sido más marcada que en la demanda externa. En particular, se destacó que diversos indicadores de consumo privado muestran

un mayor dinamismo y que los referentes a la inversión han comenzado a mostrar una clara mejoría. Un miembro de la Junta enfatizó también que el mercado laboral ha continuado mostrando una tendencia positiva. Todos los miembros de la Junta coincidieron en que las mejores perspectivas para la economía de Estados Unidos también han significado un efecto positivo sobre la demanda externa.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la evolución favorable de la actividad económica y sus expectativas han dado lugar a que diversos indicadores de brecha del producto sugieran que ésta se ha venido cerrando más rápido de lo que se había previsto. En particular, un miembro de la Junta mencionó que le ha sorprendido la velocidad con la que ésta se ha venido cerrando. Todos los miembros de la Junta compartieron la opinión de que la brecha del producto podría estar en terreno positivo antes de lo que se preveía hace algunos meses. Sin embargo, algunos miembros de la Junta destacaron que varios indicadores acerca de los mercados de los factores de producción continúan mostrando cierta holgura y que a través de las cuentas externas tampoco se detectan presiones inflacionarias provenientes de la demanda. Entre estos indicadores se mencionó que: i) la capacidad instalada aún se encuentra por debajo de los niveles previos a la crisis; ii) el mercado de crédito se mantiene holgado; iii) la tasa de desempleo permanece en niveles elevados; y, iv) los incrementos salariales han sido moderados. Con relación a los indicadores que muestran holgura, otro miembro de la Junta enfatizó que la comparación respecto a los niveles previos a la crisis debe hacerse con reserva ya que en dicho periodo pudieron haber prevalecido presiones por el lado de la demanda.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la evolución de la inflación durante 2010 fue mejor a la prevista a principios del año. Esto, a pesar del efecto transitorio al alza que sobre la inflación tuvieron las medidas tributarias y los ajustes a los precios y tarifas públicos a principios de 2010. Algunos miembros de la Junta señalaron que este mejor desempeño fue particularmente notorio en el caso de la inflación subyacente. Entre los factores que contribuyeron al buen desempeño de la inflación se mencionó: i) el nivel de la brecha del producto; ii) la apreciación del tipo de cambio; iii) la holgura en el mercado laboral; y, iv) que las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas, en buena parte debido a la política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que las expectativas de inflación se mantienen bajo control. Algunos miembros de la Junta destacaron que durante 2010 las expectativas de inflación subyacente para 2011 siguieron una tendencia más convergente hacia el objetivo de inflación. Al respecto, un miembro de la Junta enfatizó que con ello se evidenció que las desviaciones de las expectativas de inflación general respecto de la meta responden, fundamentalmente, a las expectativas de inflación no subyacente, la cual ciertamente se puede ver afectada por la política monetaria de manera muy reducida. Algunos miembros de la Junta destacaron que en las últimas semanas las expectativas de inflación para 2011 y 2012 han registrado un ligero incremento, posiblemente como resultado de la incertidumbre en cuanto a los aumentos en los precios internacionales de las materias primas y de los incrementos en los precios de ciertos productos en México en las primeras semanas del año.

En lo que se refiere a las expectativas de inflación para mediano y largo plazos, algunos miembros de la Junta señalaron que éstas permanecen bien ancladas, si bien por arriba del objetivo de 3 por ciento. Un miembro de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que en los últimos meses se ha observado un incremento en los indicadores de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitos en las tasas de interés de largo plazo en México. Por su parte, otro miembro de la Junta mostró preocupación por el hecho de que los avances en la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento son relativamente reducidos. Algunos miembros de la Junta señalaron que lo anterior posiblemente obedezca a la incertidumbre que prevalece entre los agentes económicos respecto a la política de precios públicos en el futuro, dado el reducido margen de maniobra que enfrenta la política fiscal. Sin embargo, todos los miembros de la Junta coincidieron en que es relevante seguir insistiendo en la importancia que el fortalecimiento de las finanzas públicas tiene para la sociedad.

Todos los miembros de la Junta señalaron que las mejores perspectivas para la economía mexicana y el entorno de abundante liquidez a nivel internacional se han visto reflejados en entradas considerables de flujos de capitales. Algunos miembros de la Junta mencionaron que el hecho de que una parte importante de estos flujos se haya destinado a instrumentos de renta fija es reflejo de la confianza de los inversionistas en el anclaje de las expectativas de inflación. Los miembros de la Junta señalaron que la entrada de capitales

externos, a su vez, ha inducido una apreciación del tipo de cambio. Asimismo, coincidieron en que este fenómeno se espera continúe ayudando al proceso de abatimiento de la inflación. Sin embargo, destacaron que no puede descartarse otro escenario de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivado de problemas en alguna de las economías de Europa. Ante tal circunstancia también señalaron que los mercados financieros en México bien podrían verse afectados por una reversión de los flujos de capitales, por lo que es importante mantenerse atentos ante esta posibilidad.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que para 2011 se prevé que la inflación continúe disminuyendo. Algunos miembros de la Junta destacaron que si bien en las últimas semanas se han registrado incrementos en algunos precios, en su mayoría, éstos ya estaban contemplados en el pronóstico del Banco de México ya que estos ajustes en precios suelen tener lugar a principios de cada año. Asimismo, señalaron que a lo largo del año se anticipa que el efecto de estos incrementos en precios sobre la inflación se verá contrarrestado por incrementos de menor magnitud en los precios de otros bienes y servicios, de manera que la inflación general muestre una tendencia a la baja. Inclusive, un miembro de la Junta señaló que los pronósticos de inflación para 2011 y 2012 se han revisado a la baja respecto a los que se tenían en la reunión de noviembre de 2010. Entre los factores que sustentan la previsión de que la inflación continúe disminuyendo en 2011 se mencionaron: i) el desvanecimiento del impacto inflacionario de las medidas tributarias y los ajustes a los precios y tarifas públicos a principios de 2010; ii) los menores aumentos esperados en los precios de los servicios turísticos; iii) el efecto favorable que se espera pueda tener la reciente negociación del incremento al salario mínimo sobre los incrementos de los salarios contractuales; iv) la eliminación del sesgo de sustitución en la medición de la inflación (cambio de base del INPC); v) el patrón de comportamiento bianual que ha exhibido la inflación de las frutas y verduras en los últimos años sugiere que las altas tasas de inflación que se observaron en este subíndice en 2010 no se repetirán en 2011; vi) la apreciación de la moneda nacional; y vii) una postura de política monetaria congruente con la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

Todos los miembros de la Junta comparten la opinión de que el aumento en los precios de las materias primas, en especial de los alimentos y energéticos, representa un riesgo importante para la

inflación en México. Uno de los miembros de la Junta manifestó su preocupación por el hecho de que existe incertidumbre sobre la permanencia de algunos factores que en 2010 contribuyeron a la disminución de la inflación. En particular, hizo referencia al efecto de la mayor competencia entre algunas cadenas comerciales sobre la inflación.

Algunos miembros de la Junta manifestaron que en la medida en que los factores que sustentan la previsión de que en 2011 la inflación continúe disminuyendo vayan siendo incorporados por los analistas económicos en sus estimaciones, es previsible que se observe una reducción en las expectativas de inflación para el año. En contraste, algunos miembros de la Junta mostraron preocupación por la resistencia que han mostrado las expectativas de inflación para converger al objetivo permanente de 3 por ciento, en particular a la luz de un periodo relativamente largo de baja actividad económica y de apreciación del tipo de cambio.

Todos los miembros de la Junta destacaron que, de la reunión de noviembre de 2010 a la fecha, el balance de riesgos para la inflación muestra un deterioro. Asimismo, coincidieron en que la velocidad con la que se ha venido cerrando la brecha de producto, que se prevé continúe, significa que el espacio para absorber choques de cambios en precios relativos provenientes del exterior sobre la inflación será menor. Al respecto, un miembro de la Junta destacó que el hecho de que la brecha de producto se cierre no necesariamente implica el surgimiento de presiones inflacionarias. Si bien todos los miembros de la Junta coincidieron en que ante la evidencia de presiones inflacionarias causadas por el cierre de la brecha del producto se debería ajustar la política monetaria, también señalaron que ante una situación en la que la brecha se cierre, la respuesta no debe ser automática y deben ponderarse otros factores.

Uno de los miembros de la Junta mencionó que en caso de que se presentasen afectaciones a la inflación en el corto plazo como resultado de cambios en los precios relativos de materias primas, y no un aumento generalizado de precios, no sería oportuno intentar contrarrestar dicho efecto con un ajuste a la política monetaria, ya que: i) el impacto sobre la inflación sería transitorio; y ii) las medidas de política monetaria, aún si se implementaran, difícilmente revertirían dichos aumentos debido al rezago con el que estas medidas surtirían efecto sobre la inflación y solamente se terminaría afectando la recuperación económica. Asimismo, manifestó que lo realmente preocupante sería que

los referidos incrementos llegasen a afectar las expectativas de inflación y por esta vía deteriorasen la dinámica de otras variables nominales en la economía y a la postre la de la inflación, en cuyo caso sí sería procedente ajustar la postura de política monetaria. Todos los miembros de la Junta coincidieron en la importancia de mantener una actitud muy vigilante ya que ante una situación como la descrita, sí sería necesario ajustar de manera oportuna la postura de política monetaria para procurar la convergencia de la inflación y sus expectativas al objetivo de 3 por ciento. Sin embargo, un miembro de la Junta expresó preocupación ante la dificultad de identificar oportunamente cuando los choques a precios relativos contaminan las expectativas de inflación, en cuyo caso el Banco debería actuar oportunamente.

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, particularmente los precios de los granos y otras materias primas, así como diversos determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Esto con el fin de que, en esa eventualidad, el Instituto Central ajuste la postura de política monetaria para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 4 de febrero de 2011

www.banxico.org.mx