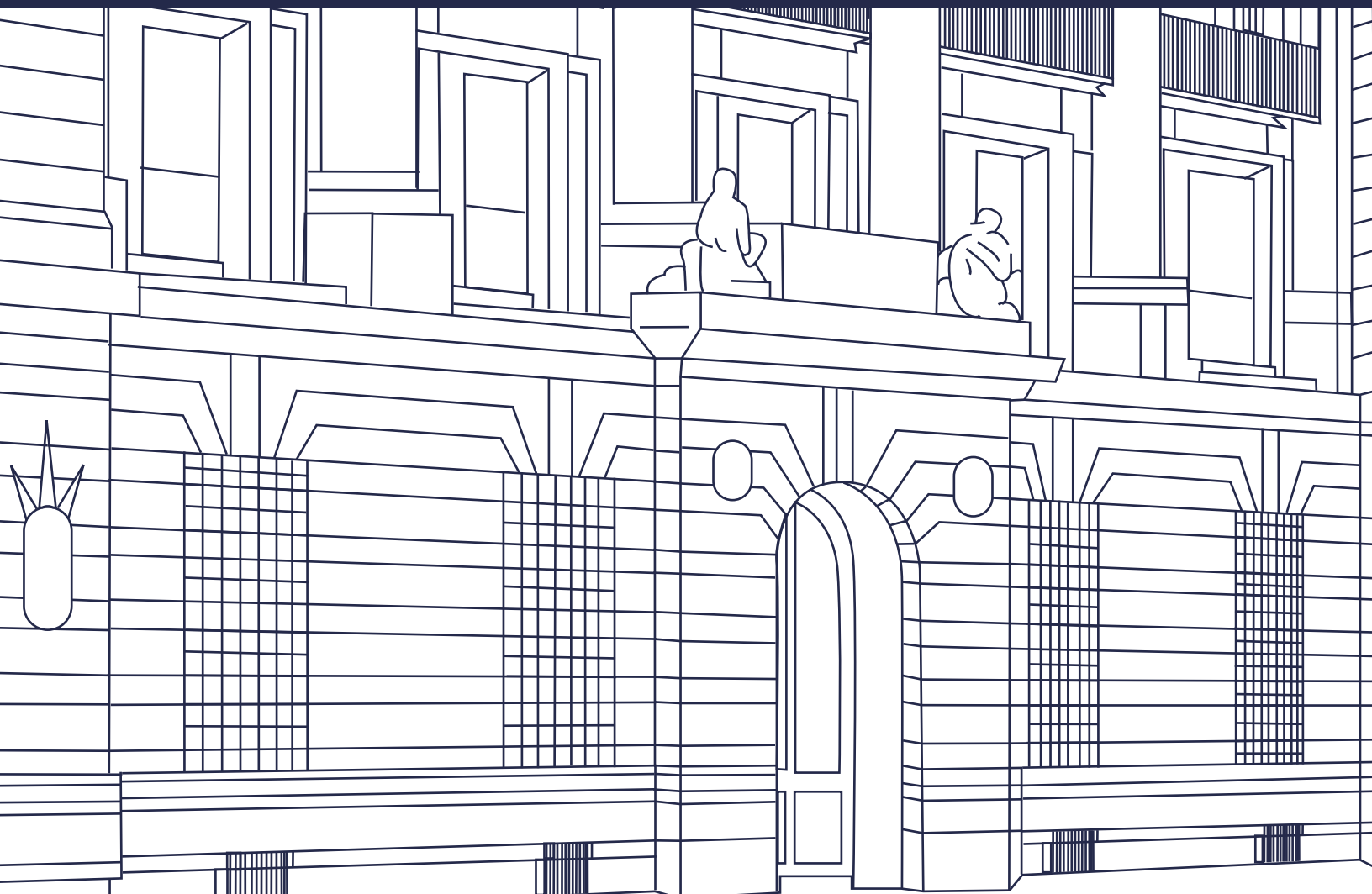




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 49

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 9 de febrero de 2017



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 9 de febrero de 2017.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. José Antonio Meade Kuribreña, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Mtra. Vanessa Rubio Márquez, Subsecretaria de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

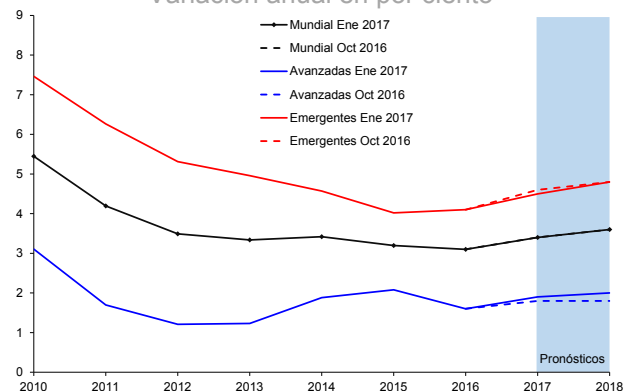
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

Hacia finales de 2016, la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación. En este contexto, se han observado indicios de una incipiente mejoría en el volumen del comercio mundial, así como una mayor inflación, lo cual pudiera llevar a que los principales bancos centrales adopten en un futuro posturas monetarias menos acomodaticias. Asimismo, para 2017 y 2018 se continúa previendo un repunte moderado de la economía mundial, además de que se ajustaron al

alza las perspectivas de crecimiento de las principales economías avanzadas (Gráfica 1). Esta revisión refleja, en buena medida, la expectativa de que se implementen políticas fiscales expansionistas en algunas de estas economías, en especial en Estados Unidos. Por su parte, se prevé que las economías emergentes continúen con su proceso de recuperación, aunque a un ritmo más moderado de lo previsto anteriormente. En efecto, estas economías enfrentan un escenario de elevada incertidumbre ante la posibilidad de que la nueva administración de Estados Unidos implemente políticas fiscal, comercial y de migración que ocasionen un apretamiento considerable de las condiciones financieras internacionales y que den lugar a una disminución del comercio y la inversión extranjera directa a nivel global.

Gráfica 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento



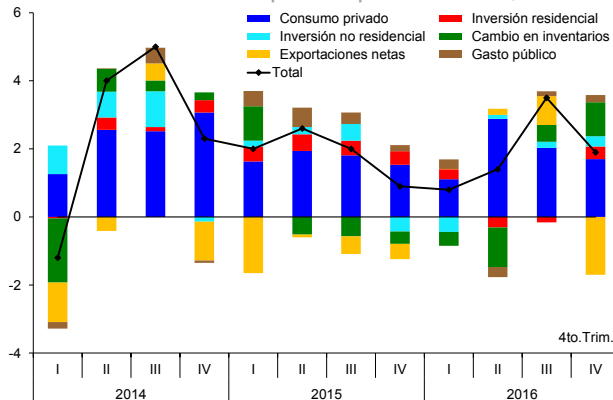
Nota: Las líneas punteadas se refieren a los pronósticos del WEO de octubre 2016, las líneas sólidas a los del WEO de enero 2017.

Fuente: FMI, WEO Octubre 2016 y Enero 2017.

Durante el cuarto trimestre de 2016, la economía estadounidense creció a una tasa trimestral anualizada de 1.9 por ciento, después de haberse expandido 3.5 por ciento durante el tercer trimestre (Gráfica 2). Dicho crecimiento continúa siendo impulsado en gran parte por el dinamismo del consumo privado, el cual ha sido favorecido por el mayor ingreso personal y la continua mejoría en la confianza del consumidor. Además, la inversión fija bruta registró un incremento en la mayoría de sus componentes, lo que sugiere que la debilidad observada desde 2014 podría estar llegando a su fin. Por su parte, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento durante el cuarto trimestre de 2016, debido a un mayor dinamismo de las importaciones y a una contracción de las exportaciones, luego del crecimiento atípico que tuvieron las exportaciones agrícolas durante el tercer trimestre.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



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

La producción industrial de Estados Unidos registró una recuperación de 0.8 por ciento a tasa mensual en diciembre, luego de haberse contraído 0.7 por ciento en noviembre. Esto, al normalizarse la actividad de generación de electricidad y gas, luego de que las temperaturas inusualmente cálidas que imperaron en meses previos provocaran una caída en la demanda de energía. Además, la producción manufacturera siguió mostrando una mejoría, apoyada por el dinamismo del sector automotriz. Hacia adelante, indicadores prospectivos como los índices PMI de la actividad manufacturera apuntan a que continuará la recuperación de esta.

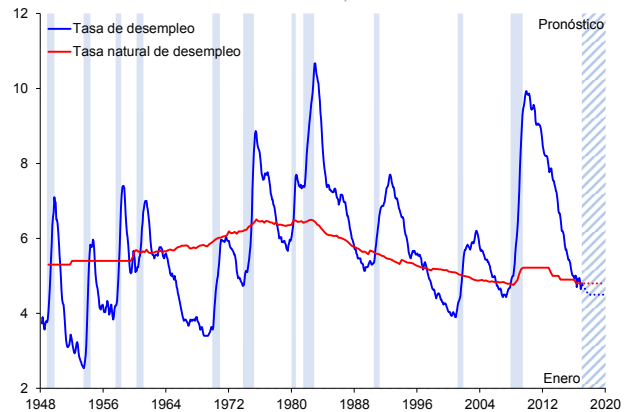
Por su parte, el mercado laboral estadounidense ha continuado fortaleciéndose. En efecto, el ritmo de generación de empleo continúa siendo superior al necesario para compensar el aumento observado en la participación en la fuerza laboral. De esta manera, la tasa de desempleo en enero fue de 4.8 por ciento, lo que la ubica por debajo de algunas estimaciones de la tasa natural (Gráfica 3). En este contexto, las presiones salariales, si bien continúan siendo moderadas, se han tornado cada vez más generalizadas entre sectores.

En la zona del euro, la actividad económica continuó acelerándose durante el cuarto trimestre, reflejando una mejoría en la demanda interna, las favorables condiciones financieras y el incremento en los ingresos reales de los hogares. Asimismo, el sector industrial se ha visto impulsado por la recuperación de la demanda externa. Así, el PIB de la región creció 2.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el cuarto trimestre, por encima del 1.8 por ciento registrado en el anterior. Los indicadores prospectivos apuntan a que la actividad durante el

primer trimestre de 2017 podría igualar o incluso superar el crecimiento de trimestres previos. No obstante, no pueden descartarse episodios futuros de volatilidad ante la incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea y los resultados de los próximos procesos electorales en varios países del continente, los cuales pudieran tener severas repercusiones políticas y económicas en la región.

Gráfica 3
EUA: Tasa de Desempleo Observada y Tasa de Desempleo Natural Estimada

Por ciento, a. e.



Nota: Las columnas se refieren a las recesiones.

a. e. / Cifras con ajuste estacional. La tasa de desempleo observada corresponde al promedio móvil de tres meses.

Fuente: BLS, CBO, Reserva Federal, y Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.

Hacia finales de 2016, se diferenció el desempeño de las economías emergentes entre regiones y países. Por un lado, se ha registrado una reactivación gradual de la mayoría de las economías asiáticas, apoyada por un crecimiento mayor a lo anticipado en China y por un repunte en los precios de las materias primas. La economía de China se expandió 6.8 por ciento anual en el cuarto trimestre del año, cifra ligeramente por encima de la del tercer trimestre. Sin embargo, persiste el riesgo de una desaceleración de la actividad económica en ese país ante la necesidad de implementar medidas para contener las salidas de capitales y reducir los riesgos financieros. Por otro lado, la actividad económica en América Latina en general se ha debilitado como resultado del endurecimiento de las condiciones financieras globales.

En cuanto a los precios internacionales de las materias primas, los precios del petróleo han permanecido relativamente estables, después del alza registrada en respuesta al anuncio a mediados de noviembre de un acuerdo por parte de los países miembros de la Organización de Países

Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros países para recortar la producción a partir de 2017. Sin embargo, los precios de este energético podrían disminuir si el acuerdo no lograra sostenerse y/o si la producción en Estados Unidos aumentara significativamente. Por su parte, los precios de los metales industriales se incrementaron a partir de enero en respuesta a la mayor actividad industrial en China. Por último, los precios de los granos continúan en niveles bajos debido a que se proyecta que su producción global alcance nuevos niveles máximos.

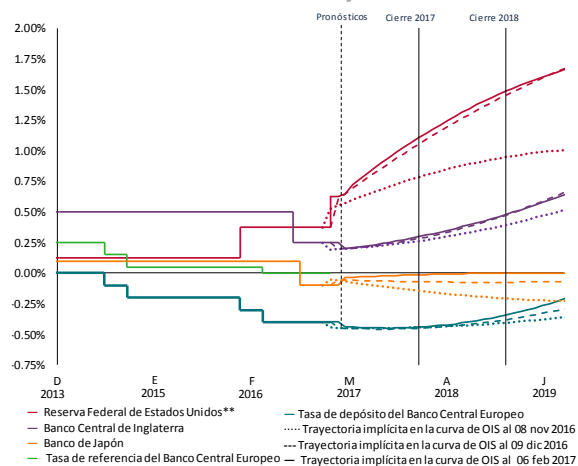
2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En las economías avanzadas, la inflación continuó aumentando, al desvanecerse los efectos de las disminuciones en los precios de la energía. No obstante, en muchas de estas economías la inflación aún se ubica por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Adicionalmente, el panorama de política monetaria se ha visto modificado por la perspectiva de una política fiscal expansionista en algunas de estas economías, especialmente la de Estados Unidos, y de mayores precios de las materias primas. Así, se anticipa que las posturas monetarias de los respectivos bancos centrales se tornen menos acomodaticias (Gráfica 4).

En su reunión de febrero, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de fondos federales en un rango de 0.50 a 0.75 por ciento, aunque se anticipa que el proceso de normalización de la postura monetaria se lleve a cabo a un ritmo más rápido que el previsto antes de la reunión de diciembre. Esta previsión refleja, en parte, la expectativa de que la nueva administración de Estados Unidos efectivamente adopte una política fiscal expansionista con base en un mayor gasto en infraestructura y en reformas a la política tributaria. A este respecto, varios miembros del Comité de Política Monetaria (FOMC por sus siglas en inglés) han externado en diferentes foros su preocupación por la posibilidad de que ante un mayor estímulo fiscal la tasa de desempleo se ubique consistentemente por debajo de la tasa natural, lo que a la postre podría generar una mayor inflación y requerir de un apretamiento acelerado de las condiciones monetarias. En este contexto, los

analistas anticipan que el siguiente movimiento de 25 puntos base se lleve a cabo en la reunión de política monetaria de junio y que se anuncie un incremento adicional de la misma magnitud hacia finales de año. Asimismo, se espera una mayor discusión entre los miembros de la Reserva Federal sobre la política de reinversión de los instrumentos de su balance, si bien no se prevé que este disminuya antes del año próximo.

Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en la curva OIS*
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

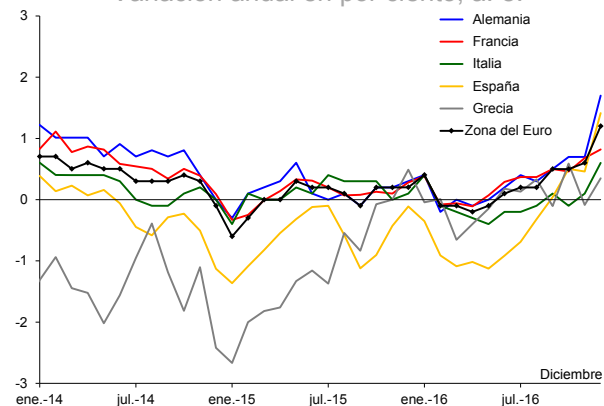
*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

**Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.25% - 0.5%).

Por su parte, en su reunión de enero, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de interés de referencia. Además, confirmó su decisión de extender su programa de compra de activos hasta finales de 2017, y de reducir a partir de abril del próximo año el ritmo de compras del mismo de 80 a 60 mil millones de euros. Al mismo tiempo reiteró que, en caso de que las perspectivas se deterioren en los próximos meses o las condiciones financieras se tornen inconsistentes con el objetivo de avanzar de manera sostenida hacia la meta de inflación, aumentaría y/o extendería el programa de compra de valores. No obstante, la inflación general ha repuntado recientemente y se ubica cerca del objetivo del BCE, si bien persisten diferencias importantes entre países (Gráfica 5).

Gráfica 5
Zona del Euro: Inflación General

Variación anual en por ciento, a. e.



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

El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios su postura monetaria en su reunión de febrero. Si bien la institución ha reconocido que la reciente depreciación de la libra y su traspaso a los precios al consumidor implicará una inflación mayor a su meta, ha reiterado que podría tolerar una inflación superior al objetivo por cierto tiempo ante el dilema que enfrenta entre la rapidez con la que se pretende converger a la meta de inflación y el apoyo que debe proveer la política monetaria a la actividad económica y a la generación de empleos. Además, elevó su expectativa de crecimiento para los siguientes años y redujo su proyección para la tasa natural de desempleo. Ante este panorama, si bien se observa una menor necesidad de estímulos adicionales respecto a lo estimado hace un par de meses, el Comité de Política Monetaria podría no tomar acciones hasta tener mayor claridad sobre los efectos de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, destacando que la política monetaria podría actuar en cualquier dirección, según sea pertinente.

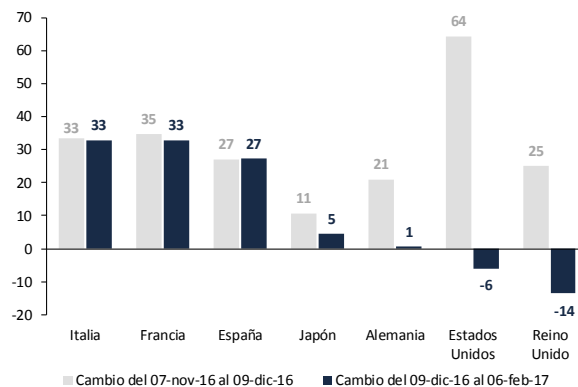
En su reunión de finales de enero, el Banco de Japón también se abstuvo de modificar el monto de su programa de compras de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimiento, con la tasa de depósito en -0.1 por ciento y la tasa gubernamental a 10 años en alrededor de 0.0 por ciento. Si bien esta institución modificó al alza sus pronósticos de actividad para los próximos años, mantuvo su expectativa de alcanzar su meta de inflación en 2018.

Por su parte, ante las menores presiones inflacionarias, en la mayoría de las economías emergentes los bancos centrales han mantenido sin cambio su política monetaria y, en algunos casos, la han relajado. Esto, no obstante que en algunos países todavía se observan inflaciones por arriba de sus metas.

Los mercados financieros de países desarrollados mostraron cambios moderados en el último mes, a la espera de mayor certidumbre sobre el rumbo de la política pública, particularmente en Estados Unidos. Así, en los mercados de renta fija las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos presentaron un comportamiento más estable que en meses previos, al disminuir entre 2 y 6 puntos base a lo largo de la curva de rendimientos. Por el contrario, las tasas de interés de los bonos gubernamentales de Francia y países de la periferia europea registraron incrementos de entre 15 y hasta 30 puntos base ante la incertidumbre sobre el resultado de las próximas elecciones presidenciales (Gráfica 6).

Gráfica 6
Variación en las tasas de interés de bonos gubernamentales con vencimiento a 10 años de países seleccionados

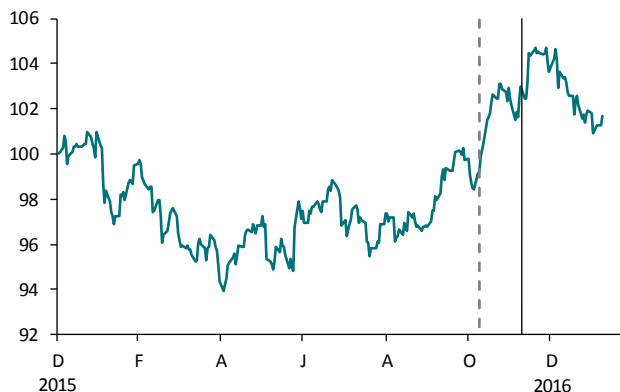
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

En este contexto, el dólar revirtió parcialmente la apreciación que presentó frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados en los días posteriores a las elecciones de Estados Unidos, posiblemente como reflejo de posibles desacuerdos entre miembros del Congreso de Estados Unidos en torno a los objetivos de ajuste fiscal, de menor regulación y de mayor gasto en infraestructura que pudiera retrasar la implementación de medidas concretas (Gráfica 7).

Gráfica 7
Evolución del índice del dólar DXY
Índice 31-dic-2015=100

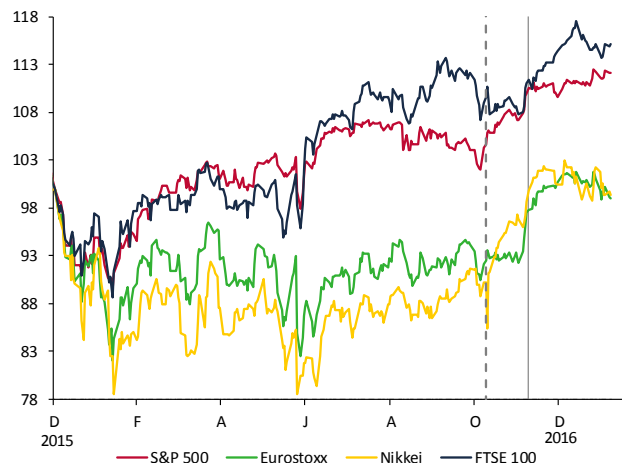


Fuente Bloomberg.

1/Índice DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base=100. La línea gris punteada representa las elecciones presidenciales de Estados Unidos, mientras que la línea negra sólida representa la fecha de la última reunión de política monetaria.

Los índices accionarios continuaron con su tendencia ascendente, presentando ganancias casi generalizadas ante la mejor perspectiva de crecimiento económico en los principales países desarrollados. En particular, en Estados Unidos las principales bolsas alcanzaron niveles históricamente altos, al aumentar alrededor de 2 por ciento en el último mes y medio (Gráfica 8).

Gráfica 8
Evolución de índices accionarios seleccionados
Índice 31-dic-2015=100

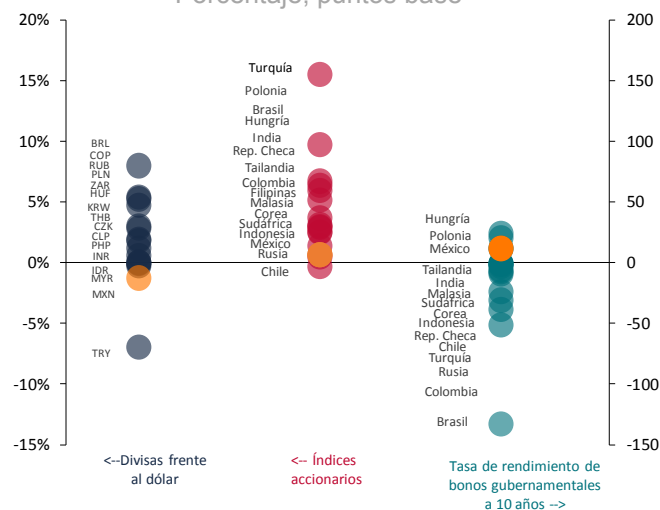


Fuente: Bloomberg.

La línea gris punteada representa las elecciones presidenciales de Estados Unidos, mientras que la línea negra sólida representa la fecha de la última reunión de política monetaria.

Por su parte, los precios de los activos financieros de las economías emergentes continuaron mostrando un comportamiento más estable al observado en los días inmediatos posteriores a las elecciones en Estados Unidos. Lo anterior, a pesar de que persiste un alto grado de incertidumbre respecto a las nuevas políticas económicas, comerciales y migratorias que pudiera implementar la nueva administración en Estados Unidos (Gráfica 9). En este contexto, los mercados cambiarios, accionarios y de renta fija de los países emergentes mostraron en general un comportamiento ligeramente más positivo, revirtiendo en una buena parte las importantes pérdidas observadas en las dos primeras semanas de noviembre pasado. Asimismo, la recomposición de las carteras de inversión que inició tras el resultado electoral en Estados Unidos se detuvo en las semanas recientes y los datos más oportunos incluso registran moderadas adquisiciones por inversionistas extranjeros de activos financieros de este conjunto de países (Gráfica 10).

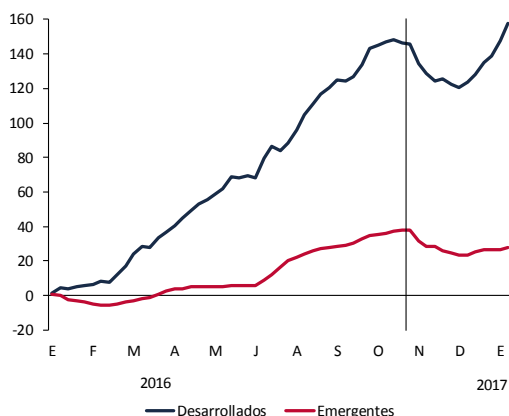
Gráfica 9
Desempeño de activos financieros del 12 de diciembre de 2013 al 6 de febrero de 2017
Porcentaje, puntos base



Nota: El análisis incluye los siguientes países: México, Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. La línea punteada indica el resultado de las elecciones de Estados Unidos y la línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México. Se consideran las tasas de interés con vencimiento a 5 años. Fuente: Bloomberg.

Gráfica 10 Flujos de fondos dedicados a mercados de renta fija

Flujos acumulados desde enero 2016 en miles de millones de dólares



Nota: la línea negra vertical denota las elecciones presidenciales de Estados Unidos.
Fuente: EPFR.

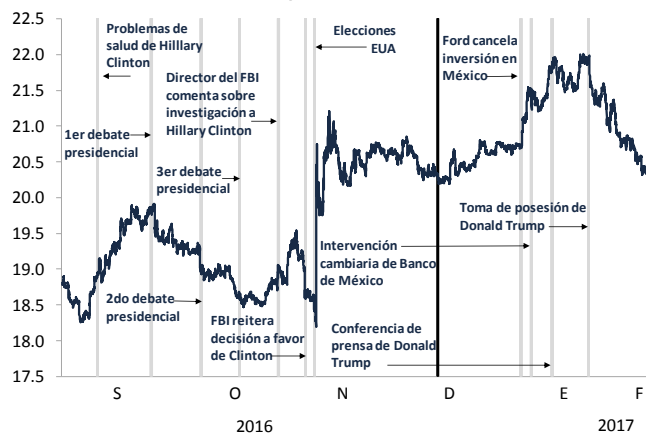
Hacia adelante, no puede descartarse un periodo de mayor volatilidad en los mercados financieros, ya que si bien la perspectiva de crecimiento económico en las principales economías desarrolladas ha mejorado ligeramente, esta se encuentra altamente susceptible a las medidas de política pública que pudieran implementarse en diversos países. En efecto, el optimismo observado en los mercados financieros en días recientes refleja en parte la expectativa de políticas de expansión fiscal y menor regulación en Estados Unidos. Sin embargo, políticas proteccionistas que afecten de forma importante el comercio internacional o deterioren la relación entre las principales economías podrían tener un impacto negativo en el crecimiento global. Además, la salida de Reino Unido de la Unión Europea, aunado al fortalecimiento de movimientos en el continente que buscan que sus países se separen de esta Unión, podría afectar la evolución de la actividad económica y los mercados financieros de la región. Finalmente, las vulnerabilidades del sector financiero en Europa y China, en conjunto con la incertidumbre sobre la sostenibilidad del crecimiento económico en este último país, también podrían ser factores de preocupación durante 2017.

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

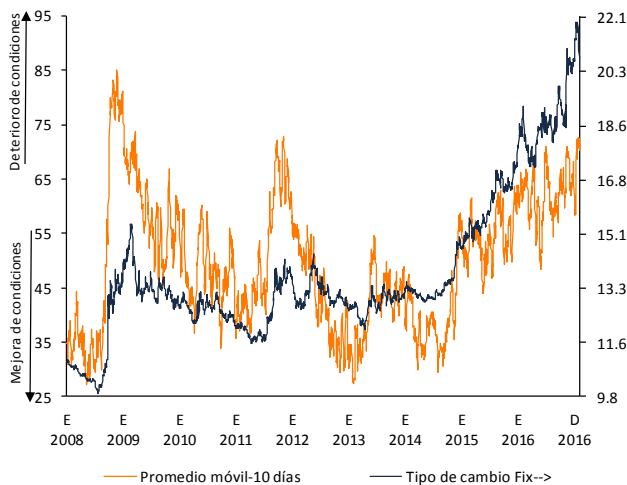
En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los mercados financieros en nuestro país registraron un comportamiento negativo asociado principalmente a la incertidumbre generada por las posibles políticas proteccionistas que Estados Unidos pudiera implementar en su relación comercial y migratoria con nuestro país. Así, el peso mexicano registró una depreciación de 1.7 por ciento y un comportamiento volátil del tipo de cambio pesos/dólar que se tradujo en un amplio rango de operación en esas semanas, de entre 20.14 y 22.04 pesos por dólar (Gráfica 11). Este comportamiento también estuvo acompañado de un deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario nacional, que detonó la decisión por parte de la Comisión de Cambios de intervenir de manera discrecional durante la primera semana de enero (Gráfica 12). Cabe señalar que en las últimas dos semanas de operación, la moneda nacional ha mostrado señales de mayor estabilidad y ha revertido una buena parte de la depreciación acumulada durante el periodo de análisis.

Gráfica 11 Tipo de cambio del peso mexicano Pesos por dólar



Nota: Corresponde a cotizaciones cada media hora del tipo de cambio. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.
Fuente: Bloomberg.

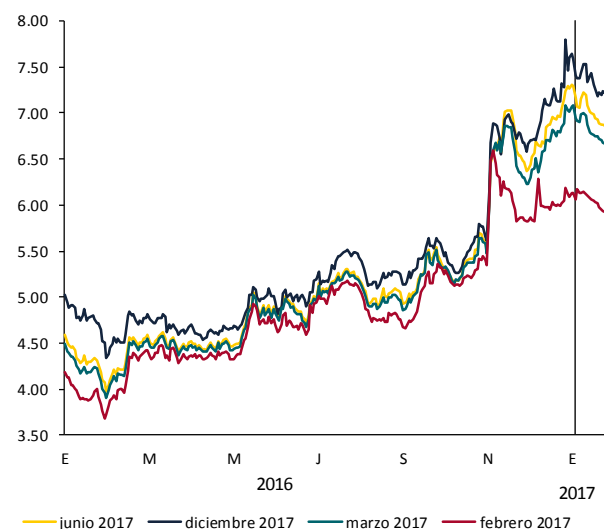
Gráfica 12
Índice de condiciones de operación en el
mercado cambiario
 Índice, pesos por dólar



Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calcula los percentiles en el periodo de 2008 a 2016 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día.
 Fuente: Banco de México con datos de Reuters.

En lo que respecta al mercado de renta fija, las tasas de interés nominales y reales respondieron de manera importante al deterioro que mostró el balance de riesgos para la inflación y al consecuente ajuste en las expectativas respecto al rumbo de la política monetaria en nuestro país. Así, los instrumentos nominales presentaron incrementos de entre 20 y hasta 60 puntos base, mientras que los valores a tasa real llegaron a presentar decrementos significativos durante la mayor parte del periodo. No obstante lo anterior, esta marcada caída en los rendimientos de los Udibonos se revirtió prácticamente en su totalidad durante la semana previa a la presente decisión de política monetaria. Finalmente, las expectativas respecto al rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos anticipan un incremento de 25 puntos base para la decisión de febrero, mientras que la mayoría de los analistas esperan un ajuste de 50 puntos base. Para todo 2017, el mercado descuenta incrementos de alrededor de 140 puntos base, mientras que los analistas del mercado anticipan en promedio incrementos de alrededor de 125 puntos base (Gráfica 13).

Gráfica 13
Tasa de fondeo forward implícita en la curva de
swaps de TIIE a 28 días
 Porcentaje

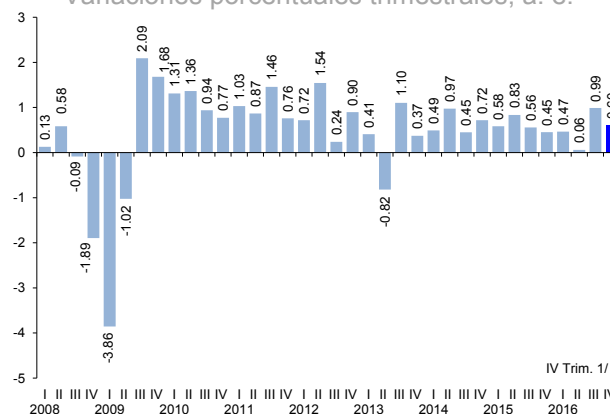


Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria.
 Fuente: Banco de México con datos de PIP.

2.2.2. Actividad económica

De acuerdo a la estimación oportuna del PIB publicada por INEGI, la economía mexicana continuó registrando una reactivación en el cuarto trimestre de 2016, si bien a un menor ritmo de expansión que en el trimestre previo (Gráfica 14). En particular, la demanda externa siguió exhibiendo una mejoría, a la vez que el consumo privado preservó una trayectoria positiva. No obstante, persistió el débil desempeño de la inversión.

Gráfica 14
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

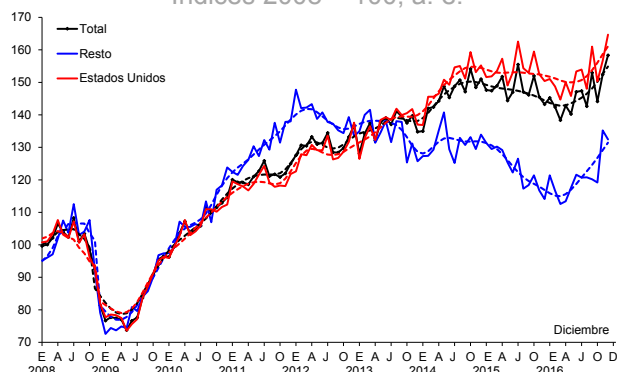


1/ Las cifras correspondientes al cuarto trimestre de 2016 se refieren a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con respecto a la demanda externa, la depreciación del tipo de cambio real y la incipiente recuperación de la demanda global contribuyeron a que las exportaciones manufactureras continuaran recuperándose, después de la tendencia negativa que habían mostrado entre el segundo semestre de 2014 y el primero de 2016. De este modo, la mejoría se observó tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las destinadas al resto del mundo (Gráfica 15).

En cuanto a la demanda interna, la expansión del consumo privado en el cuarto trimestre de 2016 reflejó el dinamismo del gasto en bienes y servicios de origen nacional, toda vez que el de origen importado siguió mostrando una tendencia decreciente, de manera congruente con la depreciación del tipo de cambio real. No obstante, la confianza del consumidor continuó deteriorándose y mostró una caída importante en enero. En este contexto, algunos indicadores más oportunos del consumo, como las ventas de la ANTAD y de vehículos ligeros, exhibieron contracciones hacia finales de 2016 y principios de 2017. Por su parte, en el periodo octubre – noviembre la inversión fija bruta continuó estancada ante la debilidad del gasto en construcción y en maquinaria y equipo de origen importado, toda vez que el rubro de maquinaria y equipo de origen nacional ha mantenido una tendencia creciente.

Gráfica 15
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2008 = 100, a. e.

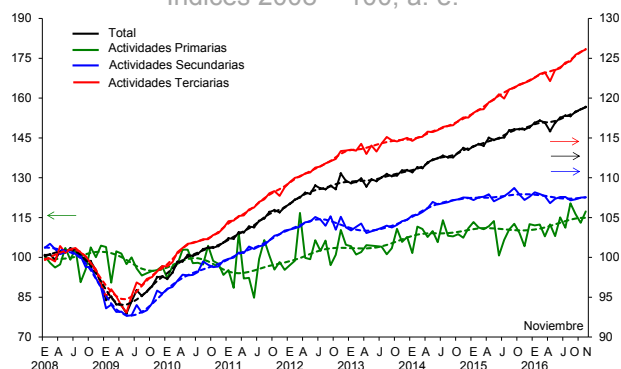


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

En relación a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento en el último trimestre de 2016 provino del dinamismo de las actividades terciarias, toda vez que las

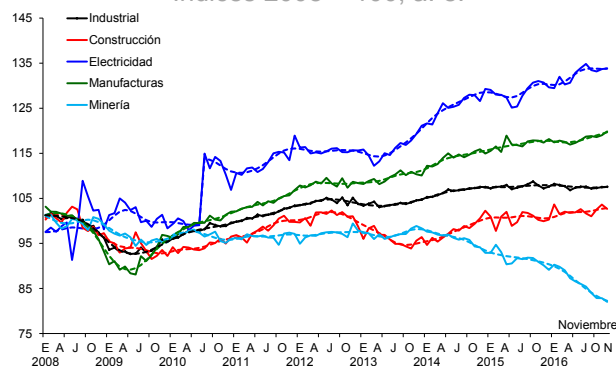
secundarias permanecieron estancadas (Gráfica 16). La debilidad en la actividad industrial fue reflejo de que el sector de la minería siguió contrayéndose, en tanto que la construcción y, sobre todo, las manufacturas mostraron una tendencia positiva (Gráfica 17). A su vez, la recuperación en la producción manufacturera fue consecuencia de la mejoría tanto en la fabricación de equipo de transporte, como en el resto de las manufacturas. Respecto a la actividad de los servicios, destaca que la expansión registrada ha sido prácticamente generalizada entre sus sectores, si bien sobresalen por su contribución al crecimiento en el bimestre octubre-noviembre los agregados de comercio y de los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios.

Gráfica 16
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 17
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.

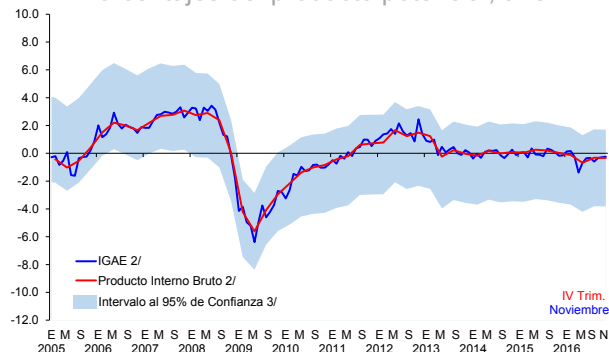


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

2.2.3. Determinantes de la inflación

Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, no se perciben presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre los precios de la economía (Gráfica 18), además de que en el último trimestre de 2016 las cuentas externas del país registraron una importante corrección (Gráfica 19).

Gráfica 18
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

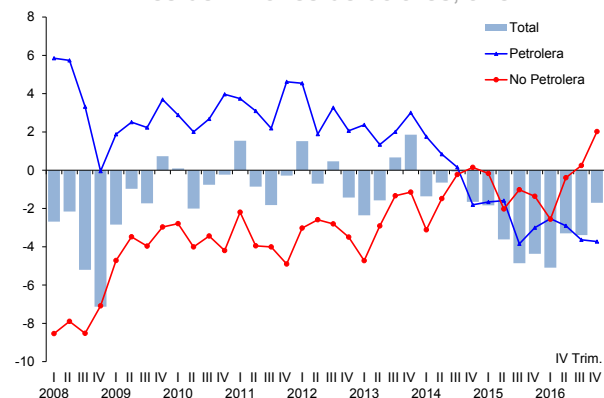
2/ Cifras del PIB oportuno al cuarto trimestre de 2016; cifras del IGAE a noviembre de 2016.

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

a.e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 19
Saldo de la Balanza Comercial
Miles de millones de dólares; a. e.

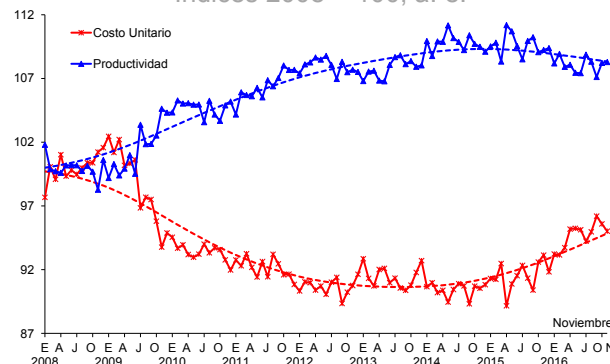


a.e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por su parte, las condiciones en el mercado laboral siguieron mejorando. En particular, en el último trimestre de 2016 la tasa de desocupación nacional y la urbana continuaron mostrando una tendencia decreciente y se ubicaron en niveles similares a los registrados durante el primer semestre de 2008. Asimismo, hacia finales de 2016 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria positiva. En este contexto, los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero mostraron una trayectoria al alza, si bien permanecen en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis financiera global de 2008 (Gráfica 20).

Gráfica 20
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero^{1/}
Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

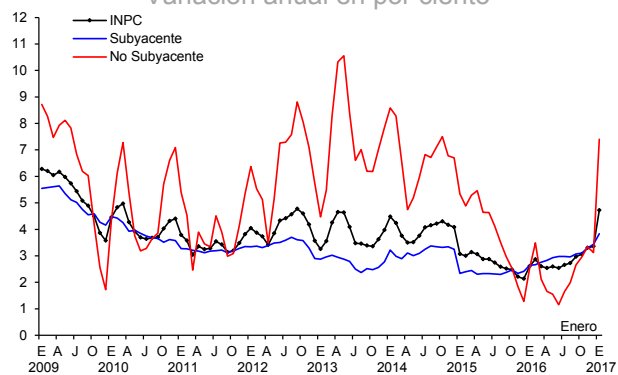
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En el cuarto trimestre de 2016, el financiamiento interno al sector privado no financiero continuó expandiéndose con dinamismo –si bien con cierta moderación respecto del trimestre previo–, lo que contrasta con la atonía que siguió registrando el financiamiento externo. En este contexto, los costos del financiamiento, en particular los asociados a las empresas y al segmento de tarjetas de crédito, continuaron incrementándose, reflejando los aumentos en la tasa de fondeo bancario. Por su parte, la morosidad de las carteras de crédito, en general, se mantuvo en niveles bajos, lo que sugiere que no hay un sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

La tendencia al alza que exhibió la inflación general a finales de 2016 se vio exacerbada en enero de 2017 debido al efecto del ajuste en los precios de algunos energéticos, principalmente los de las gasolinas. Así, entre diciembre de 2016 y enero de 2017, la inflación general anual aumentó de 3.36 a 4.72 por ciento. Cabe señalar que de esta última cifra, 1.35 puntos porcentuales se explican directamente por el aumento en los precios de las gasolinas. (Gráfica 21 y Cuadro 1).

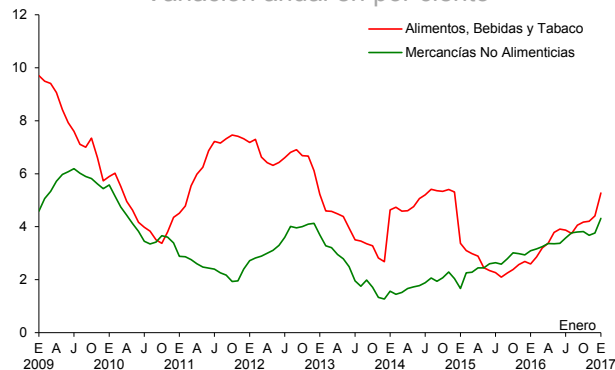
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

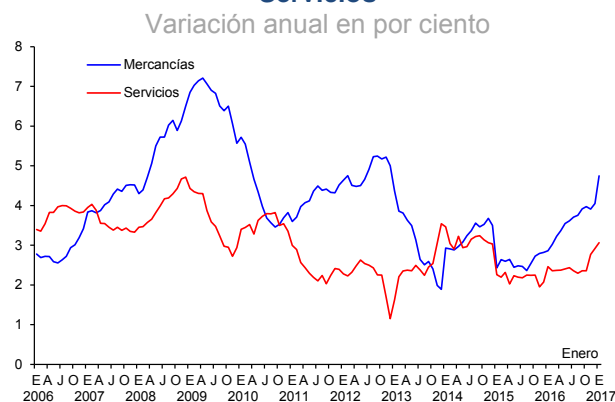
La inflación subyacente anual continuó manteniendo una tendencia al alza, pasando de 3.44 por ciento en diciembre de 2016 a 3.84 por ciento en enero de 2017. Lo anterior fue resultado, en buena medida, del ajuste en precios relativos de las mercancías que ha originado la depreciación de la moneda nacional. Por su parte, el subíndice de precios de los servicios tuvo un ligero repunte derivado del hecho de que no se presentaron reducciones en las tarifas de telefonía móvil como ocurrió el año previo, registrándose inclusive aumentos moderados. Adicionalmente, el incremento en los precios de los energéticos, también ha tenido efectos indirectos normales y esperados sobre los precios de algunas mercancías y servicios, destacando el incremento en los precios de algunas mercancías alimenticias y de los de los servicios de alimentación (Gráfica 22, Gráfica 23 y Cuadro 1).

Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

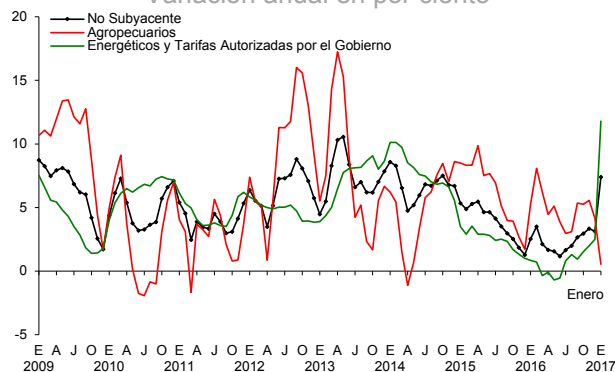
Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medidas implementadas a principios de 2017 por la autoridad, en el marco del proceso hacia la liberalización de los precios de energéticos como la gasolina y el gas L.P., implicaron incrementos considerables en sus precios, mismos que impactaron directamente el comportamiento del componente no subyacente de la inflación. Así, la tasa de variación anual de este componente pasó de 3.13 por ciento en diciembre de 2016 a 7.40 por ciento en enero de 2017 (Gráfica 24 y Cuadro 1). Si bien el rubro de los energéticos fue el que más aumentó su tasa de crecimiento anual a principios de año, ciertos efectos derivados del aumento en los combustibles mencionados también se reflejaron en las tarifas de transporte público en algunas ciudades del país.

Gráfica 24
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En este contexto, las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado aumentaron para todos los plazos. En particular, la mediana para el cierre de 2017 subió significativamente, de 4.00 a 5.24 por ciento, entre las encuestas de noviembre de 2016 y de enero de 2017. Esto, en respuesta a los incrementos ya referidos en los precios de los energéticos, los cuales representan variaciones en precios relativos, por lo que deberían tener un impacto únicamente transitorio sobre la inflación. Lo anterior se refleja en la evolución de las expectativas de mediano plazo, que aumentaron en mucho menor medida que las de corto plazo. Así, la mediana de las expectativas de inflación correspondiente al cierre de 2018 aumentó de 3.57 a 3.85 por ciento en el lapso referido. Por su parte, aquellas para horizontes de más largo plazo se ubican en 3.5 por ciento. Por lo que respecta a las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas continúan ubicándose ligeramente por encima de 3 por ciento, si bien tuvieron incrementos moderados en su lectura más reciente. Mientras tanto, la prima por riesgo inflacionario asociada a ellas mostró un aumento importante.

Se prevé que durante 2017 la inflación se ubique por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien se espera que a finales de ese año retome una tendencia convergente hacia la meta y se sitúe cerca de 3 por ciento al cierre de 2018. Así, es previsible que durante 2017 la inflación se vea afectada, temporalmente, tanto por cambios

en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivado de la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio real, como por el impacto transitorio de la liberalización de los precios de las gasolinas. En cuanto a la inflación subyacente, se anticipa que en 2017 se mantenga en niveles superiores al objetivo permanente de 3 por ciento. No obstante, para finales de 2017 y en 2018 se espera que ambos indicadores retomen una tendencia convergente al objetivo referido. Lo anterior, al irse desvaneciendo los efectos de los choques mencionados, al tiempo que vayan surtiendo efecto las medidas de política monetaria implementadas de manera preventiva durante 2016, así como las que previsiblemente tomará el Banco durante el presente año, en un entono en el que no se anticipan presiones inflacionarias derivadas de la demanda agregada.

Las previsiones anteriores se encuentran sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que las expectativas de inflación continúen mostrando un deterioro como resultado, por una parte, de que, derivado de la incertidumbre que sigue prevaleciendo en el entorno externo, la moneda nacional tenga depreciaciones adicionales y, por la otra, de que como consecuencia de los incrementos en los precios de los energéticos registrados hasta el momento, aumenten los precios de aquellos bienes y servicios que los utilizan como insumos en su producción más allá de su impacto natural. También, que ocurran incrementos repentinos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación sería transitorio. A la baja, la posibilidad de que ocurra una apreciación de la moneda nacional, en particular si como resultado de las negociaciones se alcanzan acuerdos satisfactorios para la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Igualmente, que como resultado de las reformas estructurales se presenten reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado. En este mismo sentido, que pudieran registrarse menores precios de los energéticos como consecuencia del comportamiento futuro de las referencias internacionales, así como de una mayor competencia entre los proveedores de gasolina en el país. Por último, que se presente hacia adelante un menor dinamismo al anticipado de la actividad económica, el cual limitaría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

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

Concepto	Noviembre 2016	Diciembre 2016	Enero 2017
INPC	3.31	3.36	4.72
Subyacente	3.29	3.44	3.84
Mercancías	3.91	4.05	4.75
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.20	4.40	5.27
Mercancías no Alimenticias	3.67	3.76	4.31
Servicios	2.77	2.92	3.07
Vivienda	2.38	2.41	2.46
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.26	4.29
Otros Servicios	2.72	3.04	3.33
No Subyacente	3.34	3.13	7.40
Agropecuarios	5.56	4.15	0.53
Frutas y Verduras	10.19	4.31	-6.01
Pecuarios	2.96	4.06	4.67
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.99	2.49	11.80
Energéticos	1.77	2.42	16.31
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.42	2.60	3.50

Fuente: INEG

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

En esta sección se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros sostuvo que la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación hacia finales de 2016. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, señaló que esta siguió creciendo en el cuarto trimestre del año pasado, si bien a un menor ritmo que en el trimestre previo. En este contexto, apuntó que siguen sin presentarse presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios. Por su parte, destacó que ante los recientes anuncios de intención de diversas políticas por parte de la nueva Administración en Estados Unidos, ha surgido la posibilidad de que se implementen medidas que podrían obstaculizar su relación con México. En este entorno, sostuvo que el balance de riesgos para el crecimiento siguió deteriorándose. Todos los integrantes de la Junta resaltaron que la inflación general anual cerró 2016 en 3.36 por ciento y se elevó a 4.72 por ciento en enero de 2017, resultado en gran medida de los ajustes en los precios de algunos energéticos, principalmente las gasolinas. Todos señalaron que la inflación subyacente también mostró una tendencia al alza, como reflejo del efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios relativos de las mercancías, así como del impacto indirecto derivado de los incrementos en los de los energéticos. Adicionalmente, la mayoría anticipó que la inflación se ubicará por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México y que se prevé que durante los últimos meses de este año retome una tendencia convergente hacia la meta y que se sitúe cerca de 3 por ciento al cierre de 2018. Lo anterior en la medida en que se vayan desvaneciendo los efectos de los choques transitorios que afectarán a la inflación este año, tomando en cuenta las medidas de política monetaria que se han adoptado, y las que se requieran en el futuro. La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación ha seguido deteriorándose.

La mayoría de los miembros mencionó que la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación hacia finales de 2016. Sin embargo, un integrante destacó que el año pasado se registró el menor ritmo de expansión económica desde la crisis financiera. La mayoría comentó que

se anticipa que el crecimiento global muestre un repunte moderado en 2017 y 2018, añadiendo que esto se debe, en parte, a la expectativa de una mezcla de políticas fiscal, financiera y de desregulación más expansionista por parte de la nueva Administración de Estados Unidos. Sin embargo, apuntó que la economía mundial también enfrenta riesgos significativos por la posible implementación de estas políticas. En particular, comentó que prevalece un significativo grado de incertidumbre respecto a cuáles de estas políticas se llevarán a cabo, añadiendo uno de ellos que habrá que considerar la viabilidad de su implementación y esperar las reacciones de los diferentes poderes en Estados Unidos. Alertó que, a pesar de esta incertidumbre, sería razonable suponer que al menos algunas de estas políticas se aplicarán. En este sentido, todos los integrantes destacaron la pretensión de la nueva Administración de adoptar una ambiciosa expansión fiscal, sobre todo mediante incrementos en el gasto en infraestructura y a través de reformas a la política tributaria. La mayoría también resaltó la posibilidad de que se adopten políticas comerciales más proteccionistas, y un miembro agregó que esto podría también manifestarse a través de la reforma tributaria. Asimismo, subrayó la expectativa de que se aplique una desregulación en ciertos sectores en este país y la intención de endurecer significativamente las políticas migratorias. Sostuvo que a pesar de que muchos de estos aspectos podrían ser negativos para el crecimiento económico de Estados Unidos, el consenso del mercado percibe que las medidas serían altamente expansionistas. Otro miembro agregó que si bien la implementación de medidas de estímulo fiscal que den lugar a un repunte de la economía estadounidense debería, en principio, tener un impacto neto positivo sobre la economía global, sus efectos podrían variar de manera importante de un país a otro. Además, reconoció que las implicaciones de largo plazo de estas medidas dependerán de sus características específicas. La mayoría coincidió en que un cambio hacia una política proteccionista representaría un viraje significativo en las reglas que han moldeado la integración comercial y los flujos de inversión en los últimos años, afectando en particular a las cadenas de producción globales. Uno de ellos mencionó que lo apuntado evidentemente tendría implicaciones para el crecimiento de la economía mundial. Otro integrante precisó que lo anterior podría tener repercusiones no solo para el crecimiento de corto plazo, sino también para el crecimiento potencial de la economía mundial y, en particular, el de las economías más ligadas al comercio internacional. En este contexto, algunos destacaron que México

podría ser uno de los países más afectados por estas medidas. Un miembro puntualizó que es muy probable que un entorno proteccionista debilite la coordinación de políticas a nivel global, con lo cual se requerirían mayores ajustes a nivel de cada país, ante la presencia de choques. Otro miembro comentó que a los factores antes mencionados hay que agregar otros riesgos a la baja para la economía global, tales como las posibles implicaciones del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos; la situación económica en China, que sigue afectada por importantes salidas de capitales; el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea; la probabilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales; el potencial de problemas geopolíticos en diversas regiones del mundo; y la persistencia de vulnerabilidades en algunas economías emergentes importantes.

En el caso específico de la economía de Estados Unidos, la mayoría indicó que hacia finales de 2016 la actividad continuó su expansión. Al respecto, un miembro destacó que el crecimiento en este periodo se desaceleró, aunque otro notó que fue mayor a lo esperado. Un integrante señaló que el crecimiento del PIB en este país ha estado apoyado por el consumo privado, mientras que la producción industrial mostró poco dinamismo y las exportaciones resintieron la fortaleza del dólar. La mayoría destacó que las condiciones del mercado laboral también han seguido fortaleciéndose. No obstante, algunos integrantes señalaron que no se han manifestado presiones en los salarios, a pesar de que estos han aumentado en el margen. Un miembro argumentó que ello, en conjunto con una tasa de participación laboral en niveles relativamente bajos, sugiere cierto grado de holgura en este mercado. La mayoría apuntó que la inflación en ese país ha aumentado al desvanecerse los efectos de las disminuciones en los precios de los energéticos y de las importaciones, si bien aún se ubica por debajo de la meta de la Reserva Federal, a lo que uno añadió que dicha variable continúa su moderada trayectoria hacia este objetivo. Este mismo miembro sostuvo que se espera que la actividad económica registre un gradual fortalecimiento durante los próximos trimestres, impulsado por la sostenida expansión del consumo privado y la recuperación de la inversión. La mayoría de los miembros indicó que la posibilidad de un mayor estímulo fiscal ha dado lugar a un aumento en las expectativas de crecimiento en este país. Sin embargo, algunos mostraron duda sobre la magnitud de este efecto, ya que dependerá de las medidas concretas que adopte el gobierno, tomando

en cuenta que muchas de estas podrían tener consecuencias negativas para la actividad. Adicionalmente, la mayoría subrayó que una política fiscal más expansiva llevaría a incrementos significativos en la deuda pública. En este entorno, señaló que en su decisión de febrero la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales sin cambio. Sin embargo, comentó que se anticipa que el proceso de normalización de la postura monetaria se lleve a cabo a un ritmo más acelerado que el previsto antes de las elecciones en Estados Unidos. Un miembro añadió que el apretamiento monetario también podría manifestarse a través de políticas que afecten el tamaño de la hoja de balance de dicho banco central.

Respecto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros indicó que en la Eurozona, el Reino Unido y Japón se ha registrado un mayor dinamismo de la actividad económica y un repunte de la inflación, asociado en parte a incrementos en los precios de los energéticos. Argumentó que en este contexto, los temores deflacionarios se han reducido, lo que podría llevar a políticas monetarias menos acomodaticias. Uno puntualizó que entre las economías avanzadas persisten diferencias en las tasas de crecimiento económico, como es el caso de Estados Unidos respecto a la zona del euro y Japón. Otro integrante agregó que en la zona del euro, el ritmo de la actividad económica continuó registrando un fortalecimiento gradual, a la vez que la inflación mantuvo su tendencia al alza, a pesar de que el componente subyacente continuó registrando niveles muy bajos. De esta manera, detalló que si bien las expectativas de inflación en la zona del euro para este año y el siguiente se han ajustado recientemente al alza, su convergencia al objetivo aún se percibe lejana. Añadió que se espera que el Banco Central Europeo continúe con una postura monetaria acomodaticia, en vista de que la actividad económica en esta región sigue sujeta a importantes riesgos a la baja. Respecto a las proyecciones para las economías avanzadas en su conjunto, comentó que mejoraron como consecuencia del repunte de la tasa de crecimiento económico de este grupo de países, y de la expectativa de un mayor estímulo fiscal en Estados Unidos. Otro apuntó que la depreciación generalizada de múltiples divisas de países avanzados con respecto al dólar y las perspectivas de mayores precios de mercancías básicas han generado aumentos en las expectativas de inflación en varios de estos países.

La mayoría de los miembros indicó que las economías emergentes han enfrentado un

escenario de gran incertidumbre, en particular debido a las políticas que ha venido contemplando la nueva Administración en Estados Unidos. Uno añadió que estas economías han sido afectadas, aunque de manera diferenciada, por la normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal y el aumento consecuente en las tasas de interés en Estados Unidos, la incertidumbre reciente sobre las perspectivas del comercio internacional y el agotamiento del ciclo de altos precios de las materias primas ligado, en parte, al rebalanceo de la demanda en China. Asimismo, comentó que el impacto del entorno adverso sobre estas economías ha dependido también de la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos, la composición de sus cuentas externas y la respuesta de política adoptada. En particular, especificó que mientras las economías emergentes más intensivas en materias primas se vieron más afectadas en 2015 y la primera mitad de 2016, las que tienen una mayor relación comercial con Estados Unidos se han visto más afectadas en los últimos meses. En este contexto, señaló que han existido ajustes cambiarios considerables en diversas economías emergentes. Finalmente, uno notó que si bien se espera un mejor desempeño en las economías emergentes en 2017 y 2018, sus perspectivas de crecimiento se han revisado ligeramente a la baja en relación con lo anticipado hace algunos meses.

La mayoría de los integrantes de la Junta destacó que desde la última decisión de política monetaria en México, la volatilidad en los mercados financieros internacionales ha tendido a disminuir. En particular, uno de ellos señaló que el mercado ha absorbido relativamente bien las expectativas de mayores tasas de interés ante la perspectiva de posturas monetarias menos acomodaticias. Agregó que al parecer el mercado le ha quitado peso a dichas perspectivas, siendo muy probable que ahora estas pasen a un segundo plano y que políticas como la fiscal y comercial en Estados Unidos empiecen a tener mayor relevancia, cuando menos en el corto plazo. Algunos integrantes notaron que ante la perspectiva de mayor crecimiento e inflación en Estados Unidos, el dólar se ha fortalecido y han aumentado las tasas de interés denominadas en dólares, subrayando uno de ellos que se percibe que estas tendencias podrían continuar. Asimismo, algunos agregaron que lo anterior se ha traducido en condiciones financieras más restrictivas, un menor apetito por riesgo y un importante rebalanceo de portafolios hacia países avanzados, incrementando el riesgo de ajustes de portafolios desordenados. Uno de ellos explicó que el agotamiento del ciclo de altos precios de las materias primas también ha

contribuido a la recomposición del portafolio de los inversionistas. Finalmente, otro integrante apuntó que, en las últimas semanas, el mercado ha moderado sus expectativas sobre crecimiento e inflación en Estados Unidos, lo cual ha revertido parcialmente los ya mencionados ajustes.

La mayoría de los miembros coincidió en que la economía mexicana continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2016, si bien a un menor ritmo que en el trimestre previo. Respecto de los componentes de la demanda agregada, la mayoría mencionó que el consumo privado preservó una trayectoria positiva. Uno argumentó que esta trayectoria estuvo apoyada en el notable incremento de las remesas, el aumento de la masa salarial y el mayor crédito a los hogares. La mayoría mencionó que persistió el débil desempeño de la inversión en el periodo de referencia, y uno detalló que dicha debilidad se ha manifestado tanto en la inversión doméstica, pública y privada, como en la extranjera directa. Por su parte, la mayoría coincidió en que la demanda externa siguió contribuyendo al crecimiento. Uno contrastó la mejoría de la balanza comercial no petrolera con el deterioro de la balanza comercial petrolera, reflejo del menor volumen de exportaciones de crudo y de las crecientes importaciones de gasolina. Como parte del comportamiento de la demanda agregada, un miembro también señaló la debilidad del gasto gubernamental. Por otra parte, con respecto al desempeño de las actividades productivas, algunos miembros destacaron el crecimiento registrado en el sector terciario, y uno de ellos agregó que hubo un estancamiento de la actividad industrial, como reflejo de un moderado crecimiento de la actividad manufacturera y una marcada contracción de la actividad petrolera.

La mayoría reconoció que el complejo entorno externo de incertidumbre respecto de la relación bilateral con Estados Unidos ha influido en la confianza de los consumidores y las empresas, así como en la inversión extranjera directa y en los flujos de remesas hacia el país. Un miembro puntualizó que de hecho existen indicios recientes de cierta moderación en el dinamismo del consumo privado. En este sentido, algunos integrantes detallaron que en enero la confianza del consumidor alcanzó niveles mínimos desde que se tiene registro. Uno apuntó que ello se debió tanto al entorno externo, como al interno. Además, mencionó que las perspectivas para el consumo son inciertas, dada la caída en la confianza del consumidor; el aumento reciente de la inflación, el cual afectará el comportamiento de la masa salarial; y el alza de las

tasas de interés. Algunos argumentaron que la incertidumbre mencionada ha afectado también a la inversión. Uno de ellos hizo alusión a que esto se ha manifestado en la información que se desprende de diversas encuestas, de índices de difusión y de noticias de cancelación de algunos proyectos de inversión extranjera. Un miembro mencionó que las perspectivas sobre las exportaciones de México también se han visto afectadas. Por su parte, otro comentó que, ante este entorno, las proyecciones para la trayectoria de la actividad económica en 2017 son muy inciertas. En este sentido, algunos coincidieron en que las expectativas de crecimiento del PIB se han deteriorado. Uno de ellos, argumentó que ello se desprende de la información oportuna y adelantada disponible, que incluye la trayectoria negativa reciente de los indicadores cíclicos adelantados, los descensos en la confianza de los consumidores y las empresas, y la caída de la producción y de las ventas internas de vehículos ligeros registradas a principios del año. Asimismo apuntó que, en este entorno, el debilitamiento de la economía pudiera hacerse evidente desde los primeros meses de 2017. En contraste, otro miembro mencionó que en el corto plazo pudieran seguir operando inercialmente algunos factores positivos, aunque también indicó que la incertidumbre eventualmente afectará al consumo y la inversión.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento siguió deteriorándose. Entre los riesgos a la baja, algunos mencionaron el riesgo de que se materialicen las políticas proteccionistas comerciales, migratorias o fiscales en los Estados Unidos, en detrimento de la economía mexicana o incluso que aumente el proteccionismo a nivel global. Un miembro agregó como riesgos a la baja la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, nuevos episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales, y añadió como factores de naturaleza interna una caída en los salarios reales y el consumo privado, como resultado del aumento en la inflación, y reducciones adicionales en la producción de petróleo.

La mayoría coincidió en que siguen sin presentarse presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios. Un miembro detalló que esto es consistente con el hecho de que el ritmo de crecimiento económico se ha reducido, que el déficit de cuenta corriente como proporción del PIB parece haber disminuido durante 2016 y que el financiamiento total al sector privado se ha desacelerado. Asimismo, argumentó que

aunque la tasa de desempleo se ubica en niveles cercanos a los observados antes de la crisis financiera global, no se han observado presiones salariales excesivas. En el mismo sentido un miembro mencionó que se espera que la brecha del producto continúe siendo negativa. No obstante, otro consideró que existen cuatro elementos que reflejan menos holgura en las condiciones cíclicas de la economía: el primero es que diversos indicadores del mercado laboral muestran poca holgura, el segundo es que los costos de la mano de obra se han situado persistentemente por arriba de su tendencia, el tercero es que la brecha del producto se ha situado en cero o cercana a cero por un periodo prolongado, y el cuarto es que la inflación subyacente ha presentado una tendencia al alza de manera persistente. Tomando en cuenta lo anterior, y dada la dificultad en la medición de la brecha, indicó que sería relativamente más costoso en términos de política monetaria asumir que existe holgura en la economía cuando en realidad no la hay, que la situación opuesta. Algunos mencionaron que el entorno externo descrito anteriormente podría tener un impacto tanto cíclico como estructural que se refleje en el nivel de producto potencial. Un miembro argumentó que en ese escenario es probable que en el corto plazo domine la afectación cíclica y se perciban menores presiones inflacionarias provenientes de la demanda. Otro profundizó en que gran parte del efecto adverso en el producto potencial provendría del sector manufacturero, ya que representa la mayor generación de valor agregado en nuestra economía. Asimismo, consideró que dado el choque adverso en el producto potencial, el reto es conducir a la economía a una menor tasa de expansión en el gasto nacional bruto al menor costo posible, lo que sería congruente con un menor déficit de cuenta corriente. Consideró también que la necesidad de que se lleve a cabo un ajuste en la cuenta corriente podría de hecho estar sugiriendo que existen posibles presiones de demanda agregada o riesgos de que ello ocurra.

Todos los miembros mencionaron el importante aumento que la inflación general anual presentó a finales de 2016 y en especial en enero, alcanzando un nivel de 4.72 por ciento, tras haberse mantenido por debajo de 3 por ciento durante diecisiete meses consecutivos y cerrar 2016 en 3.36 por ciento. La mayoría atribuyó el incremento de enero, en gran medida, al efecto de los ajustes en los precios de algunos energéticos, principalmente los de las gasolinas. Uno de los miembros sostuvo que este incremento fue superior al esperado, debido a que el ajuste en los precios de las gasolinas fue mayor al

anticipado. En este sentido, el mismo miembro apuntó que el marcado aumento en el componente no subyacente incluso se dio en un contexto en el que el comportamiento de los precios de los productos agropecuarios había sido favorable y por ende moderó el aumento de la inflación general. Por su parte, todos destacaron la persistente tendencia al alza de la inflación subyacente, la cual se situó en 3.84 por ciento en enero. La mayoría asoció dicho comportamiento al efecto de la depreciación cambiaria sobre el subíndice de precios de las mercancías y en menor medida sobre el de los servicios, así como al impacto indirecto derivado de los incrementos en los precios de los energéticos. Algunos integrantes señalaron que diversos indicadores apuntan a que un mayor número de genéricos ha incrementado la tasa a la cual han aumentado sus precios. Uno de ellos especificó que en la actualidad, alrededor del 50 por ciento de la canasta del INPC registra aumentos superiores a 4 por ciento. Algunos notaron el aumento en la correlación entre la inflación de ciertos componentes del INPC. Uno de ellos puntualizó que, por el momento, ello no implica un aumento generalizado y sostenido en los precios de la economía, como lo sugieren las expectativas de inflación para distintos plazos.

Todos los miembros enfatizaron el aumento que han presentado las expectativas de inflación, si bien recalcaron que dicho incremento se ha dado de manera diferenciada entre plazos. La mayoría indicó que las de corto plazo provenientes de encuestas aumentaron significativamente en respuesta precisamente a los incrementos ya referidos en los precios de energéticos, que representan variaciones en precios relativos, por lo que no debería tener un impacto sostenido y generalizado sobre los precios de la economía. Comentó que, en línea con lo anterior, las expectativas de mediano plazo aumentaron en mucha menor medida que las de corto plazo, destacando que las correspondientes a mayores plazos provenientes de encuestas se ubican en 3.5 por ciento. Al respecto, uno de los integrantes advirtió que no debe perderse de vista el aumento, si bien ligero, en las expectativas para el largo plazo ni el hecho de que se ubiquen en niveles por encima de la meta. En cuanto a las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, la mayoría resaltó el incremento en el diferencial entre las tasas de interés nominal y real de valores gubernamentales, y destacó la elevación en la prima por riesgo inflacionario, indicando una ampliación de la compensación por inflación. No obstante, uno reconoció las dificultades para separar las expectativas de inflación de los distintos

componentes de riesgo que explican dicho diferencial, lo que se ha hecho más evidente por la marcada variabilidad de este indicador en fechas recientes. Además, aclaró que este incremento en el diferencial no debe soslayarse, ya que sugiere una mayor preocupación de los participantes en los mercados respecto a la trayectoria de la inflación en el largo plazo.

La mayoría de los miembros espera que la inflación durante el año en curso se vea afectada de manera temporal tanto por cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivados de la depreciación que ha presentado el tipo de cambio real, como por el impacto transitorio de la liberalización de los precios de las gasolinas. Algunos integrantes agregaron a dichos factores el posible efecto del reciente incremento en el salario mínimo, aunque uno señaló que hasta el momento no ha sido notorio. Así, la mayoría prevé que durante 2017 la inflación se ubique por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México. Sin embargo, se anticipa que durante los últimos meses de este año tanto la inflación general, como la subyacente, retomen una tendencia convergente hacia la meta y se sitúen cerca de 3 por ciento al cierre de 2018, a medida que se vayan desvaneciendo los efectos de los choques mencionados y, sobre todo, surtan efecto tanto los ajustes de política monetaria llevados a cabo de manera preventiva durante 2016, como los que se adopten en 2017. Un miembro expuso que este desvanecimiento gradual también se espera dada la estacionalidad de los precios internacionales de la gasolina.

La mayoría de los integrantes consideró que el balance de riesgos para la inflación ha seguido deteriorándose. Uno apuntó que este balance es al alza debido en parte a la posibilidad de que los choques que están afectando a la inflación den lugar a efectos de segundo orden que incidan sobre el proceso de formación de precios en la economía. Entre los riesgos al alza, la mayoría sostuvo que el principal riesgo es que se eleven aún más las expectativas de inflación. Consideró que ello podría darse como consecuencia de que la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales, derivado de la incertidumbre que prevalece en el entorno externo. Respecto al riesgo de un mayor traspaso del tipo de cambio a los precios, uno mencionó que este puede derivarse ya sea por el deterioro del panorama inflacionario o por una depreciación adicional del tipo de cambio. Otro miembro señaló la percepción entre analistas de que una parte importante de la depreciación del tipo de

cambio de los últimos meses no se revertirá. En este sentido, otro explicó que el hecho de que el tipo de cambio se haya mantenido presionado y haya acumulado una importante depreciación en los últimos años implica un considerable cambio de precios relativos y, por ende, un factor de riesgo para el proceso de formación de precios en la economía. Por otra parte, la mayoría explicó que las expectativas de inflación también podrían verse afectadas al alza ante el riesgo de que los incrementos en los precios de los energéticos hasta ahora registrados eleven más allá de su impacto natural los precios de aquellos bienes y servicios que los utilizan como insumos en su producción. En adición, un miembro argumentó que la presencia simultánea y la intensidad de los choques como los enfrentados por el tipo de cambio real, las tasas de interés reales, el precio relativo de los energéticos y el incremento en el salario mínimo —en la medida en que este último no refleje aumentos en la productividad— también representan un riesgo al alza. Como un riesgo adicional, la mayoría advirtió que podrían suscitarse aumentos de precios de bienes agropecuarios, considerando su bajo nivel actual. No obstante, la mayoría explicó que su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Por lo que respecta a los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de que se presente una apreciación de la moneda nacional; reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado y de bienes y servicios de uso final, propiciadas por las reformas estructurales; que el comportamiento futuro de las referencias internacionales de los precios de las gasolinas y una mayor competencia entre los proveedores de estas resulten en precios menores; y que la actividad económica nacional se desacelere más de lo anticipado.

Respecto a los mercados financieros nacionales, la mayoría de los miembros indicó que la volatilidad aumentó a partir de enero de 2017, en contraste con el desempeño de los mercados financieros internacionales, señalando que lo anterior refleja principalmente el riesgo de posibles cambios en la relación económica entre México y Estados Unidos. Un integrante agregó que el aumento de la volatilidad ha respondido también a la posibilidad de un menor crecimiento de la economía mexicana, así como al ajuste en las primas por riesgo inflacionario. En particular, la mayoría destacó que desde la última decisión de política monetaria la cotización de la moneda nacional registró una depreciación adicional, mientras que las tasas de interés para todos los plazos y sus diferenciales con las de Estados Unidos también presentaron aumentos,

aunque en ambos casos estos fueron menores en los plazos largos. Un miembro profundizó que estos movimientos en el tipo de cambio y las tasas de interés se deben a que la economía está enfrentando dos choques externos, uno asociado a una afectación a su crecimiento potencial, y el otro a una descompresión de las primas por plazo. Indicó que ambos choques son de naturaleza real e implican ajustes en los principales precios macroeconómicos (tipo de cambio real y tasas de interés reales). Ahondando en el ajuste del mercado cambiario, otro miembro puntualizó que el peso ha sido una de las monedas más depreciadas recientemente. Por su parte, un integrante indicó que el hecho de que los diferenciales de largo plazo aumentaran en menor medida que los correspondientes a corto plazo fue resultado de los ajustes preventivos de política monetaria que ha llevado a cabo Banco de México desde diciembre de 2015. La mayoría de los miembros indicó que en las últimas semanas tanto el tipo de cambio, como las tasas en pesos, han presentado una reversión considerable, si bien se mantienen en niveles superiores a los observados antes de las elecciones en Estados Unidos. Un integrante consideró que este desempeño reciente está influido principalmente por una perspectiva de escenarios externos menos adversos que los contemplados inicialmente para la economía mexicana, derivados de futuras acciones del gobierno estadounidense, así como de la expectativa de un ajuste gradual de las tasas de interés en Estados Unidos. No obstante, este miembro apuntó que se mantiene elevada la posibilidad de nuevos periodos de incertidumbre que pudieran afectar tanto al tipo de cambio como a las tasas de interés internas. Esto, principalmente debido a las medidas que pudiera poner en marcha la nueva Administración estadounidense en los próximos meses y que tendrían un impacto adverso en nuestra economía, así como a la incierta situación económica mundial.

Dado el entorno de incertidumbre que continúa enfrentando la economía nacional, todos los miembros coincidieron en la relevancia de que las autoridades fortalezcan los fundamentos macroeconómicos del país. En particular, la mayoría apuntó que la consolidación de las finanzas públicas y los ajustes oportunos en la postura de política monetaria son muy relevantes para lograr lo anterior. Respecto a la política fiscal, la mayoría advirtió que una postura sólida es esencial para reducir la percepción de riesgo en la economía, creándose un entorno más propicio para el crecimiento y la estabilidad de precios. Algunos miembros recalcaron que es muy importante que el Gobierno

Federal cumpla con sus metas fiscales. Un integrante señaló que los márgenes de maniobra de la política fiscal se han estrechado considerablemente, por lo que debería evaluarse con cuidado la conveniencia de acciones adicionales en este ámbito. La mayoría reconoció que la liberalización en los precios de las gasolinas debería significar un avance en el fortalecimiento del marco macroeconómico del país por la reducción que representa de las vulnerabilidades de las finanzas públicas, dado que no es sostenible mantener precios públicos desalineados de su referencia internacional. Uno apuntó que los mayores riesgos que enfrenta en la actualidad la economía mexicana ya se están reflejando en algunas variables, como lo son las tasas de interés, el tipo de cambio y la percepción de riesgo de la deuda pública, reconociendo que, ante este panorama, la posibilidad de una disminución de la calificación crediticia del país parece haberse acrecentado. En este entorno, algunos enfatizaron que ahora es aún más importante la efectiva implementación de las reformas estructurales para aumentar la productividad y competitividad del país, para hacer a la economía más eficiente y atractiva para los flujos de inversión y que eso a su vez permita diversificar las exportaciones y las importaciones.

Algunos integrantes recalcaron que los choques reales que ha sufrido la economía mexicana implican cambios en las tasas de interés reales y en el tipo de cambio real, y añadieron que el ajuste relativo entre estas variables dependerá de la combinación de consolidación fiscal y acomodo monetario que se implemente. En este contexto, uno de ellos mencionó que dicha combinación tendrá repercusiones sobre la estructura de la demanda agregada en la economía, afectando la composición de manera diferenciada entre gasto público y privado, entre gasto externo e interno, y entre inversión y consumo. Asimismo, enumeró varias dimensiones en las que ambas políticas interactúan y se complementan. Primero, señaló que una consolidación fiscal permite liberar presiones sobre la inflación de bienes no comerciables, conduciendo a un proceso eficiente de depreciación del tipo de cambio real, así como liberar directamente presiones en el mercado de fondos prestables, es decir, sobre las tasas reales de interés. Segundo, subrayó que ambas políticas tienen un papel esencial y complementario en permitir una descompresión ordenada de las primas por plazo, ya que afectan distintas primas de riesgo. En este sentido, puntualizó que la política monetaria, al concentrarse en el anclaje de las expectativas de

inflación, se ve reflejada en una menor prima por riesgo inflacionario, mientras que la política fiscal tiene un impacto sobre las primas por duración, por riesgo de crédito y por liquidez, entre otras. Tercero, indicó que la combinación de las políticas monetaria y fiscal también es relevante dado que el canal de transmisión de los choques a la economía antes mencionados se da principalmente a través de los flujos de capital. Apuntó que, por un lado, la consolidación fiscal actúa de manera importante sobre el canal de expectativas, fortaleciendo la percepción de solvencia del país y, por otro, la política monetaria afecta directamente los diferenciales de tasas de interés. A lo anterior agregó que, ante un choque adverso en el producto potencial, es relevante identificar qué combinación de políticas permite absorber este choque con los menores costos posibles. Mencionó que el reto consiste en conducir a la economía a un menor ritmo de expansión en el gasto nacional bruto, como ya se mencionó, lo que implica un menor déficit sostenible de la cuenta corriente y un ajuste paralelo de la cuenta financiera. Finalmente, reconoció que una reducción de la calificación crediticia podría afectar las perspectivas sobre el tipo de cambio, pudiéndose tornar en un riesgo importante para la inflación, situación que también pone de manifiesto la relevancia de la interacción de ambas políticas económicas.

Respecto a la política monetaria en México, la mayoría de los integrantes señaló que dada la simultaneidad del entorno adverso y los choques temporales en precios relativos que está enfrentando la inflación, el principal reto que enfrenta la Junta de Gobierno es que no se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación y que se mantengan ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Algunos aclararon que esto es de particular relevancia a la luz de los movimientos del tipo de cambio nominal, de manera que estos choques no tengan impacto sobre el proceso de formación de precios en la economía y se impida que las primas por riesgo inflacionario se disparen. Esto a su vez permitiría una descompresión ordenada de las primas por plazo y evitaría que se vuelva más costoso el proceso de convergencia de la inflación hacia su objetivo. Por su parte, un miembro enfatizó que, precisamente ante el repunte en la inflación y sus expectativas, así como la percepción de mayores riesgos inflacionarios y de nuevas presiones en el tipo de cambio, es indispensable una respuesta fuerte de política monetaria, aclarando que estas medidas no se contraponen con un apoyo al crecimiento económico ya que de no hacerlo, las

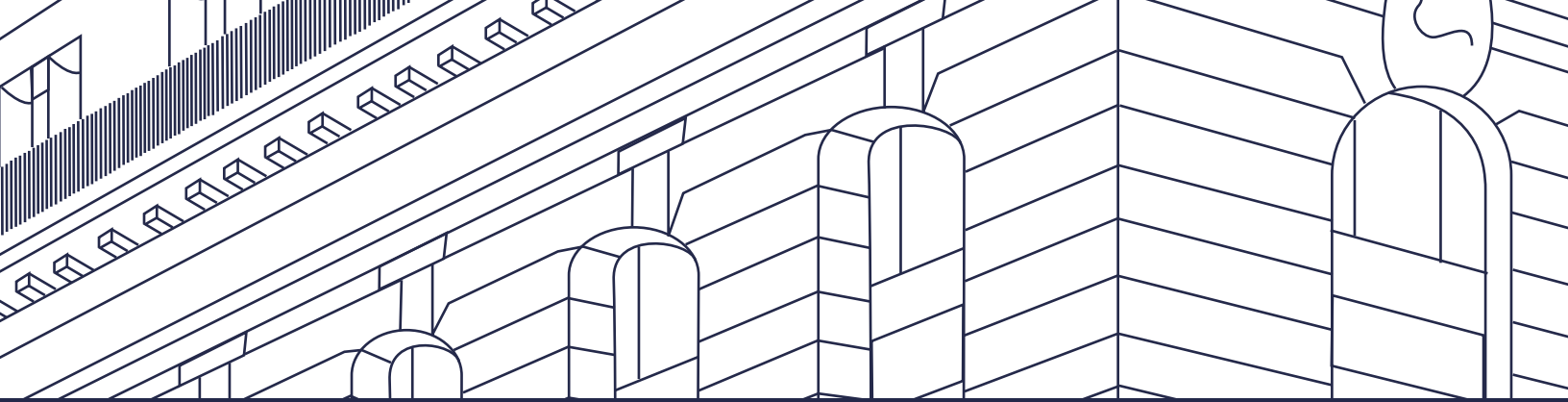
implicaciones de mayor inflación o incluso de inestabilidad macroeconómica serían aún más costosas para el mismo. Otro señaló que a pesar de que el tipo de cambio se ha apreciado recientemente, que la Reserva Federal mantuvo sin cambio su política monetaria y que las presiones sobre la inflación se pueden presumir transitorias, una respuesta contundente de la política monetaria en el corto plazo es muy importante. No obstante, indicó que sería ineficiente que esta política trate de combatir el impacto directo de los cambios en precios relativos, cuando todavía no se puede observar un aumento generalizado y sostenido en los precios. Algunos miembros destacaron que para la conducción de política monetaria se debe considerar tanto la naturaleza transitoria de los choques que está enfrentando la inflación este año, como el horizonte en el que operan los canales de transmisión de la política monetaria, ante los ajustes llevados a cabo durante 2016 y los que se juzgan convenientes para este año. En este sentido, un integrante reconoció que la contribución que han tenido los ajustes de política monetaria de 275 puntos base desde diciembre de 2015, para mantener las expectativas de inflación de mediano y largo plazo ancladas, ha sido muy importante. Lo anterior a la luz de que dichos ajustes han dado lugar a elevados diferenciales de tasas de interés respecto a Estados Unidos, como se explicó anteriormente, lo que refleja que los retos al entorno inflacionario en los últimos meses han requerido que la postura monetaria interna se haya venido restringiendo a mayor velocidad y en mayor magnitud que el ajuste presentado en Estados Unidos. En este sentido, algunos miembros recalcaron que esto ha otorgado mayor margen de maniobra a la política monetaria en México con respecto a la de Estados Unidos, con lo cual, teniendo en cuenta la diferente posición cíclica, económica y financiera de ambas economías y ante posibles aumentos de tasas en ese país se tendrían más grados de libertad en la evaluación de las medidas que adopte la Reserva Federal. No

obstante lo anterior, un integrante apuntó que en un contexto en el que no pareciera existir holgura en la economía, se han reducido los márgenes de maniobra de la política monetaria. Dicho miembro asimismo agregó que el mero hecho de que los choques a las condiciones monetarias de ambos países han sido en dirección opuesta, justificaría mayores alzas en la tasa de referencia de política monetaria en México que en los Estados Unidos. Otro consideró que en virtud de las perspectivas para la actividad económica, es probable que las acciones de política monetaria en lo que resta de 2017, se vinculen principalmente a las implicaciones de los choques registrados a principios del año, del traspaso del tipo de cambio a los precios y de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En este contexto, con el objeto de evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base, para ubicarla en 6.25 por ciento.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de las cotizaciones de las gasolineras al resto de los precios, así como la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 23 de febrero de 2017

