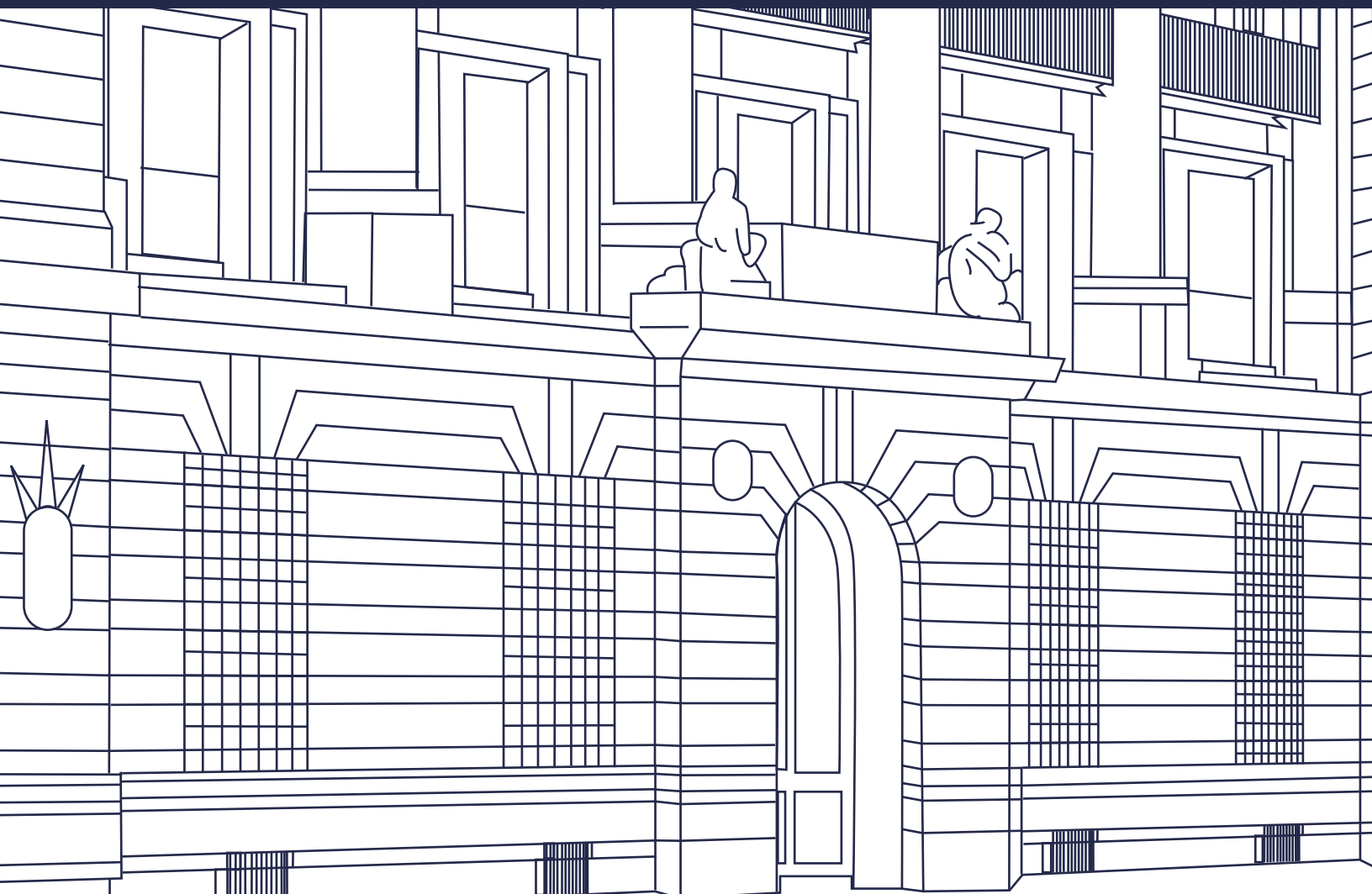




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 50

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 30 de marzo de 2017



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 30 de marzo 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.

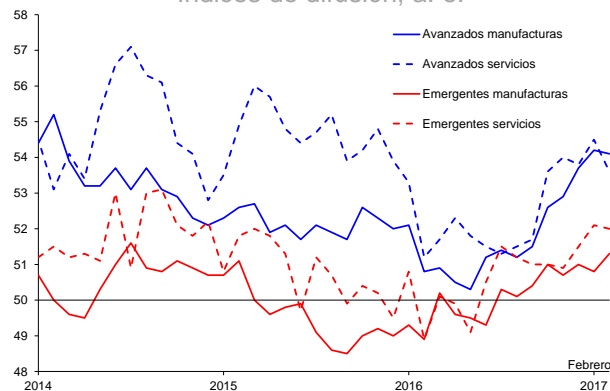
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores oportunos y prospectivos sugieren una mejoría generalizada de la actividad económica mundial a finales de 2016 e inicios de 2017, con una moderada fortaleza en las economías avanzadas y

una recuperación menos vigorosa en las emergentes (Gráfica 1). Uno de los aspectos que destaca del gradual fortalecimiento de la economía global es el repunte que ha presentado la producción manufacturera, el cual ha venido acompañado de una mejoría del comercio mundial. Además, se espera que la implementación de políticas fiscales expansionistas contribuya al fortalecimiento de dicha recuperación, en un contexto de un retiro gradual de los estímulos monetarios en algunas de las principales economías. No obstante, persiste una elevada incertidumbre sobre las características que tomarán diversas políticas económicas a nivel global y, en particular, las de la nueva administración en Estados Unidos.

Gráfica 1
Índices de Gerentes de Compras
Índices de difusión, a. e.

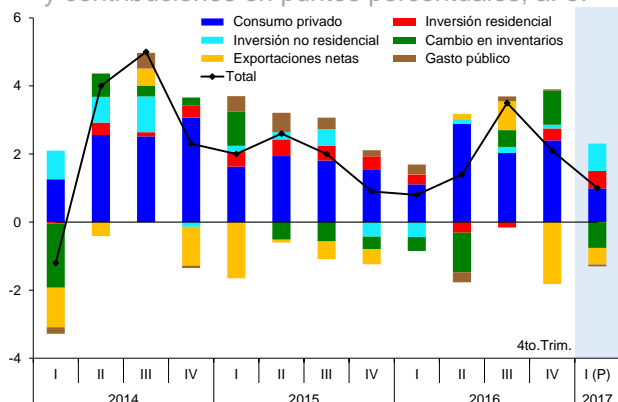


a. e. / Cifras con ajuste estacional
Fuente: Markit.

En Estados Unidos, la información disponible apunta a una moderación del crecimiento del PIB al inicio de 2017, respecto al cuarto trimestre de 2016 debido, en parte, a factores transitorios relacionados con una menor demanda de energía ante las condiciones climáticas inusualmente cálidas en ese país. En particular, se espera una moderación del gasto en consumo privado, una ligera contracción del gasto público y una menor acumulación de inventarios. A lo anterior se suma la expectativa de una contribución negativa de las exportaciones netas, la cual se explica, en gran medida, por el mayor dinamismo de las importaciones. En contraste, la inversión residencial y en equipo continúa recuperándose, lo que ha apoyado al crecimiento de la economía (Gráfica 2).

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.

Nota: Las cifras del primer trimestre de 2017 corresponden al pronóstico GDPNow del Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

Fuente: BEA y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

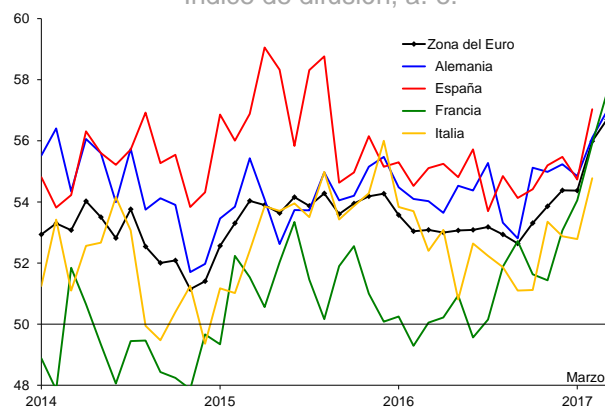
La producción industrial de Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin cambio durante los dos primeros meses del año. Por un lado, el sector de electricidad y gas se contrajo a causa del clima inusualmente cálido durante los primeros meses del año, lo que resultó en una menor demanda de energía. Por el contrario, las manufacturas y la minería continuaron su proceso de recuperación. La de este último sector se explica por la expansión de las actividades de perforación y extracción de crudo a raíz de la mayor estabilidad de los precios de la energía.

Del mismo modo, el mercado laboral de Estados Unidos ha continuado fortaleciéndose. La creación de empleo ascendió a 237 mil nuevas plazas en promedio en enero y febrero, cifra superior al promedio registrado en 2016. Por su parte, la tasa de desempleo se ubicó en un nivel de 4.7 por ciento de la fuerza laboral en febrero, ligeramente por debajo del 4.8 por ciento registrado en enero, a pesar del aumento en la tasa de participación laboral. En este contexto, las remuneraciones promedio por hora registraron un mayor ritmo de crecimiento.

En la zona del euro, los indicadores oportunos sugieren que la expansión durante el primer trimestre de 2017 podría ser similar o mayor a la de los trimestres anteriores. En particular, el índice compuesto de gerentes de compras alcanzó en marzo su nivel más elevado de los últimos seis años, reflejando una recuperación más generalizada entre sectores y economías (Gráfica 3). Además, el indicador de sentimiento económico alcanzó en febrero el nivel más elevado desde 2011. Por su parte, el mercado laboral de la región continuó fortaleciéndose. En efecto, la tasa de desempleo se ubicó en enero en 9.6 por ciento, la menor tasa desde 2009. No obstante, existen todavía dudas sobre la fortaleza del sector bancario en algunos países y riesgos asociados al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Gráfica 3 Zona del Euro: Índice Compuesto de Gerentes de Compras

Índice de difusión, a. e.



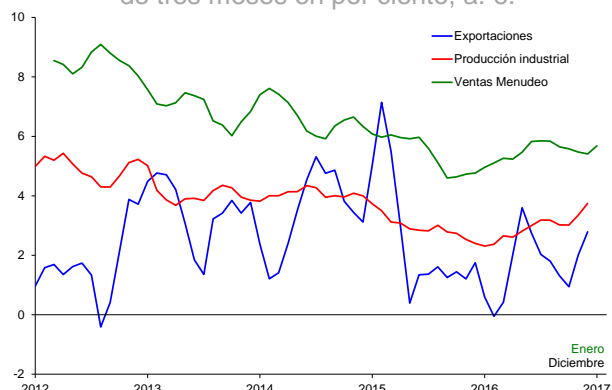
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

En las economías emergentes, los indicadores oportunos apuntan a una mejoría a principios del año de la actividad industrial, las exportaciones y las ventas al menudeo (Gráfica 4). En este sentido, el crecimiento de la economía de China en enero y febrero ha sido superior a lo previamente estimado, lo cual podría apoyar la recuperación de estos países. No obstante, el balance de riesgos para su crecimiento continúa sesgado a la baja.

Gráfica 4
Economías Emergentes: Indicadores de Actividad Económica

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Cifras expresadas en volúmenes.

Fuente: CPB Netherlands, Haver Analytics, y FMI.

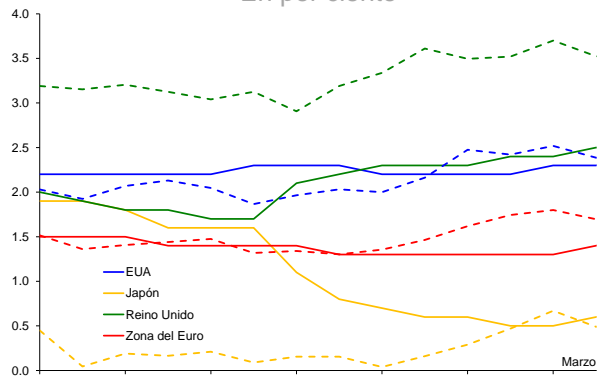
En semanas recientes, los precios internacionales de las materias primas detuvieron el avance que habían venido registrando durante los últimos meses. En particular, los precios del petróleo disminuyeron como resultado de un aumento en la producción en Estados Unidos y ante la posibilidad de que en junio de este año se suspendan los recortes en la producción acordados por los países miembros de la OPEP y otros no miembros como Rusia. De igual manera, los precios de los granos cayeron ante perspectivas climatológicas favorables para la producción en Estados Unidos.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación general y sus expectativas en las principales economías avanzadas han continuado aumentando, reflejando principalmente los mayores precios de la energía observados en meses anteriores, una menor holgura en dichas economías y, en algunos casos, la depreciación de sus tipos de cambio (Gráfica 5). No obstante, los avances en cuanto a la inflación subyacente han sido moderados y desde niveles bajos, particularmente en Japón y la zona del euro. Así, a excepción de Estados Unidos, los bancos centrales de las principales economías avanzadas no modificaron su postura monetaria en sus reuniones más recientes, aunque dieron señales de que esta podría ser menos acomodaticia hacia adelante debido a la expectativa de una menor holgura en sus economías (Gráfica 6).

Gráfica 5
Economías avanzadas: Expectativas de Inflación^{1/}

En por ciento

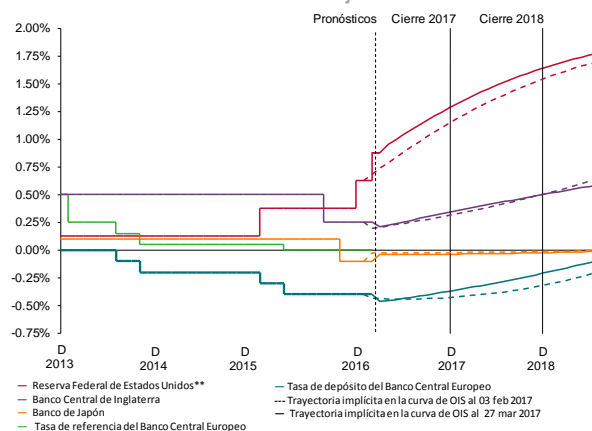


^{1/}Las líneas punteadas se refieren a los swaps de inflación 5y5y, las líneas sólidas a las expectativas de inflación para 2017.

Fuente: Focus Economics, Bloomberg.

Gráfica 6
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en curvas OIS*

Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de 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%).

En su reunión de marzo, la Reserva Federal incrementó el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.75 a 1 por ciento. En su comunicado, esta institución señaló que el deflactor del gasto de consumo personal se ha acercado a su objetivo de 2 por ciento, pero enfatizó que el componente subyacente continúa por debajo de dicho nivel. Además, destacó que vigilará la evolución de la inflación alrededor de su objetivo de manera simétrica. Adicionalmente, las proyecciones de crecimiento e inflación de dicho Comité no incorporaron cambios significativos, de modo que preservaron su expectativa de dos incrementos adicionales en el rango de la tasa de fondos

federales en lo que resta del 2017. Vale la pena destacar que los analistas de mercado también incorporan dos incrementos de 25 puntos base en la tasa de referencia por lo que resta del año, de modo que ahora sus expectativas se encuentran alineadas con las de la Reserva Federal, a diferencia de lo que se había venido observando por varios meses. En contraste, las expectativas reflejadas en cotizaciones de mercado sugieren una normalización más gradual de la política monetaria.

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin modificación los niveles de sus tasas de interés de referencia. Dicha institución continúa esperando que la inflación avance lentamente hacia su meta, desestimando la necesidad de estímulos monetarios adicionales. Lo anterior se debió a que los riesgos para el crecimiento, si bien continúan sesgados a la baja, se han moderado. Además, el BCE revisó ligeramente al alza sus proyecciones para la inflación subyacente de los siguientes años, a pesar de que esta aún no muestra una clara tendencia ascendente.

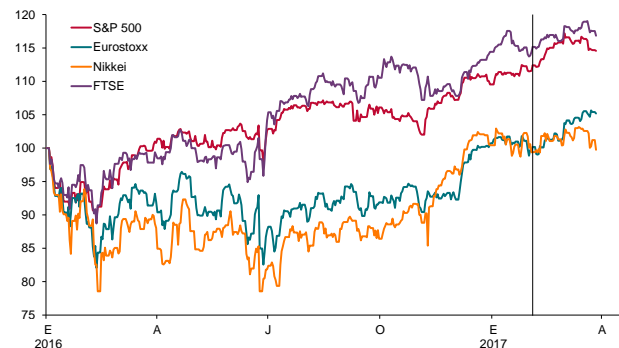
El Banco de Inglaterra también mantuvo sin cambios su postura monetaria en su reunión de marzo. Dicha institución continúa percibiendo riesgos a la baja para el crecimiento. No obstante, en sus minutas varios participantes han sugerido que solo requerirían de algunos indicios de fortaleza en la economía para votar en favor de un endurecimiento monetario.

El Banco de Japón, en su reunión de marzo, no modificó el monto de su programa de compras de activos. Asimismo, dejó sin cambio 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 aproximadamente cero por ciento.

En el contexto de mayor dinamismo en las economías avanzadas, los mercados financieros de países desarrollados exhibieron un desempeño favorable. Además, algunos eventos de carácter político, particularmente en Europa, contribuyeron de manera positiva al comportamiento de los mercados. Así, en un entorno de baja volatilidad y amplia liquidez, se observó nuevamente una recomposición de portafolios hacia activos de mayor riesgo. Esto se reflejó en un buen desempeño del mercado de deuda corporativa y en un aumento generalizado de los índices accionarios que, en varios casos, alcanzaron niveles máximos históricos. Sin embargo, en los últimos días, se revirtió marginalmente dicha tendencia ante la falta de acuerdo en el Congreso de Estados Unidos en

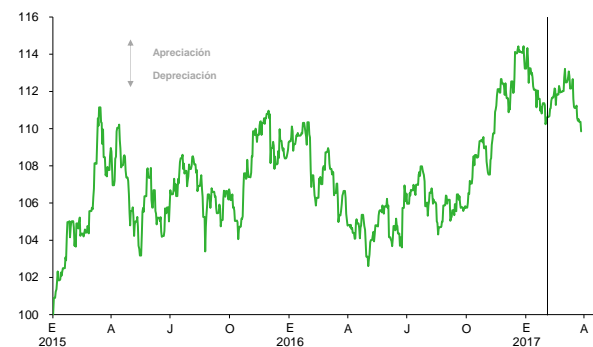
materia del seguro médico (Gráfica 7). En este contexto, el dólar se depreció (Gráfica 8) y las tasas de interés de notas del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo disminuyeron.

Gráfica 7
Evolución de índices accionarios seleccionados
Índice 31-dic-15=100



Fuente: Bloomberg.
La línea negra sólida representa la fecha de la última reunión de política monetaria.

Gráfica 8
Estados Unidos: evolución del índice del dólar (DXY)^{1/}
Índice 31-dic-14 = 100



Fuente: Bloomberg. 1/ 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%. 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 presentaron un desempeño positivo (Gráfica 9 y Gráfica 10). Dicho comportamiento estuvo asociado principalmente a las mejores perspectivas de crecimiento económico a nivel global, al hecho de que en su último comunicado de política monetaria la Reserva Federal enfatizó que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos será de manera gradual, y a que ahora el mercado asigna una menor probabilidad a que ciertas propuestas de

campana de la nueva administraci3n estadounidense se puedan materializar en el corto plazo.

Gráfica 9
Desempeño de activos de países emergentes seleccionados del 3 de febrero al 27 de marzo de 2017

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés a 5 años	CDS a 5 años
América Latina	México	■	■	■	■
	Brasil	■	■	■	■
	Chile	■	■	■	■
	Colombia	■	■	■	■
	Argentina	■	■	■	■
Europa emergente	Rusia	■	■	■	■
	Polonia	■	■	■	■
	Turquía	■	■	■	■
	Rep. Checa	■	■	■	■
	Hungría	■	■	■	■
Asia	Corea del Sur	■	■	■	■
	Malasia	■	■	■	■
	India	■	■	■	■
	Filipinas	■	■	■	■
	Tailandia	■	■	■	■
	Indonesia	■	■	■	■
África	Sudáfrica	■	■	■	■

Nota: Los cambios en las tasas de interés y en las primas de seguro contra incumplimiento (CDS) corresponden a los plazos de cinco años. Los cambios en divisas y bolsas se reportan en variaciones porcentuales, los de las tasas de interés en puntos base y los de los CDS en índice. Fuente: Bloomberg.

Gráfica 10
Volatilidad y sesgo implícito en las opciones de divisas de países emergentes
Índice (junio 2016 = 100)

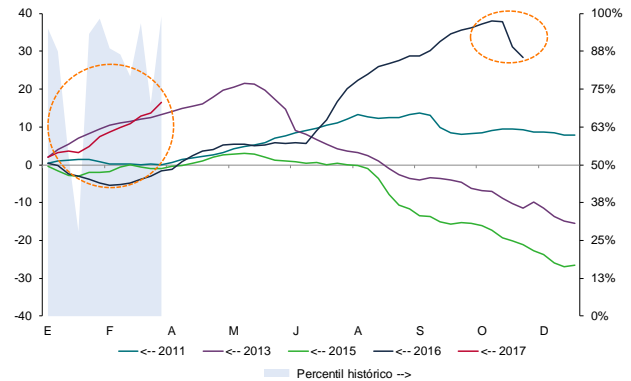


Nota: Los índices utilizan la volatilidad y sesgo implícito a un mes para las siguientes divisas: el won coreano, rand sudafricano, lira turca, real brasileño, peso colombiano, peso chileno, rublo ruso, rupia indonesia y peso mexicano, con las cuales se calcula un promedio simple. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México. Fuente: Bloomberg.

En este sentido, se han observado importantes flujos de entrada hacia activos de renta fija y renta variable de países emergentes, los cuales revirtieron en su totalidad los montos de salidas observados en las semanas inmediatas posteriores a las elecciones en Estados Unidos (Gráfica 11).

Gráfica 11
Flujos de fondos dedicados a mercados emergentes en renta fija

Miles de millones de dólares y percentil histórico del flujo semanal



Nota: El área sombreada azul corresponde al percentil de los flujos semanales de 2017, calculado con base en los flujos históricos semanales desde el 2008 Fuente: EPFR.

Por su parte, la postura monetaria en las economías emergentes ha sido diferenciada. En la mayoría de las economías de Asia y Europa emergentes, la política monetaria permaneció sin cambio, ante un escenario de bajas presiones inflacionarias. Otras economías emergentes como Colombia, Chile, Brasil, Rusia e India han relajado su política monetaria a medida que se han disipado los efectos de traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios. En contraste, en otros países, tales como Turquía y China, los bancos centrales han endurecido su política monetaria, reaccionando a factores idiosincrásicos.

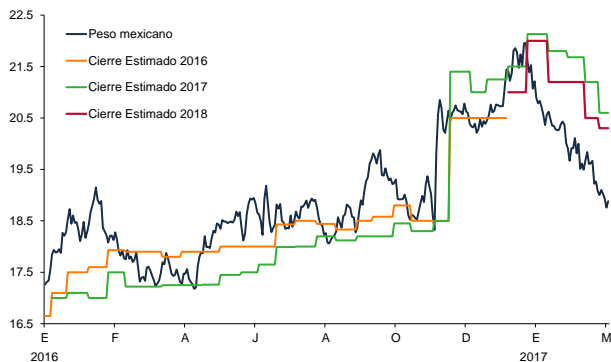
Para el futuro previsible, persiste una serie de riesgos que podrían generar inestabilidad y un repunte en la volatilidad de los mercados financieros. Las valuaciones de algunos activos parecen elevadas y, por lo tanto, son susceptibles de correcciones abruptas. Lo anterior podría ocurrir ante una normalización más acelerada de la política monetaria en economías avanzadas o como resultado de que se perciba una menor probabilidad de que se implemente una política fiscal expansiva y una menor desregulación en Estados Unidos. Además, políticas proteccionistas que afecten de forma importante el comercio internacional podrían tener un impacto negativo en el crecimiento global. Finalmente, no puede descartarse el fortalecimiento de movimientos nacionalistas como resultado de las elecciones generales en Francia y Alemania.

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 también registraron un comportamiento favorable. Así, el peso mexicano presentó una apreciación de 7.8 por ciento, destacándose como la divisa con el mejor desempeño observado dentro del complejo de divisas de países emergentes, lo cual estuvo acompañado de una importante mejora en las condiciones de operación del mercado cambiario. Dentro de los factores que contribuyeron a este comportamiento destacaron: el fortalecimiento de la posición monetaria relativa de México frente a otros países, el anuncio de las coberturas cambiarias por parte de la Comisión de Cambios, el tono más conciliador por parte de distintos oficiales del gobierno estadounidense respecto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos, y a la confirmación de un proceso gradual de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En este contexto, las expectativas para la cotización de la moneda nacional para finales de 2017 y 2018 disminuyeron de manera importante (Gráfica 12).

Gráfica 12
Tipo de cambio del peso mexicano y expectativas de analistas
Pesos por dólar

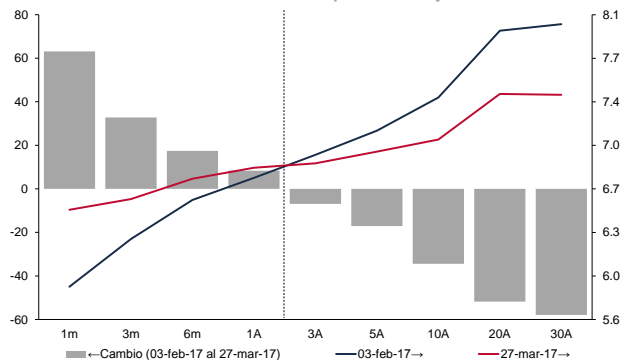


Fuente: Bloomberg y CitiBanamex.

En lo que respecta al mercado de renta fija, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó un aplanamiento muy importante desde la última decisión de política monetaria del Banco de México. Así, se observaron incrementos de 65 puntos base en las tasas de interés de muy corto plazo y disminuciones de hasta 60 puntos base en las tasas de interés de los bonos con vencimientos de más largo plazo (Gráfica 13). Cabe destacar que

la búsqueda por rendimiento, principalmente por parte de inversionistas extranjeros, favoreció el desempeño de los bonos de mayor plazo de vencimiento. De hecho, durante el periodo se alcanzaron nuevos máximos históricos en las tenencias de inversionistas extranjeros en bonos gubernamentales a tasa fija nominal.

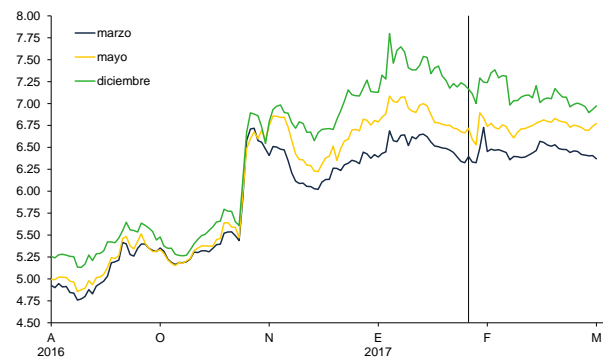
Gráfica 13
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija nominal
Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP.

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 marzo, en línea con lo anticipado por el consenso de los analistas. En este sentido, el mercado espera que la tasa de política monetaria al cierre del año se ubique en niveles de 7.00 por ciento, mientras que los analistas la pronostican en promedio en niveles de 7.25 por ciento (Gráfica 14).

Gráfica 14
Tasa de fondeo forward implícita en la curva de swaps de TIIE a 28 días
Porcentaje



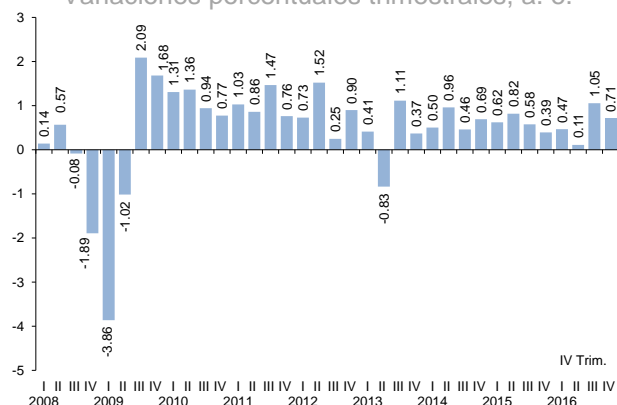
Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria.
Fuente: Banco de México con datos de PIP.

2.2.2. Actividad económica

En el cuarto trimestre de 2016 y a principios de 2017, la economía mexicana continuó creciendo a tasas razonables (Gráfica 15). En particular, la demanda externa continuó presentando una mejoría. Asimismo, el consumo privado mantuvo una trayectoria positiva en el último trimestre de 2016, si bien algunos indicadores sugieren un crecimiento más moderado a principios de 2017. En contraste, hacia finales de 2016 la inversión continuó mostrando un débil desempeño.

Gráfica 15
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

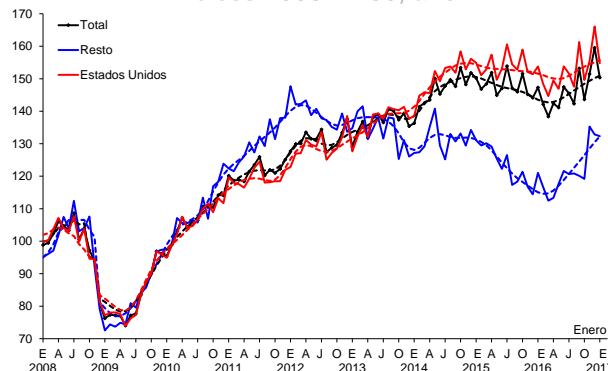
En efecto, en el primer bimestre de 2017, la demanda externa siguió presentando la reactivación que se observó en el segundo semestre de 2016, lo cual podría explicarse tanto por la depreciación del tipo de cambio real, como por la incipiente recuperación de la demanda global. En particular, tanto las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos, como las destinadas al resto del mundo, continuaron mostrando una tasa de crecimiento mayor (Gráfica 16).

Con respecto al comportamiento del consumo privado, indicadores oportunos sugieren que su ritmo de expansión a principios de 2017 posiblemente haya sido más moderado que el registrado al cierre

de 2016. En particular, los ingresos de las empresas comerciales al por menor se han desacelerado, al tiempo que las ventas de vehículos ligeros en el mercado doméstico mostraron un cambio de tendencia desfavorable, si bien desde niveles elevados. Por su parte, a pesar de que la inversión privada presentó una trayectoria al alza hacia el cierre de 2016, en ese periodo prevaleció la debilidad de la inversión fija bruta en su conjunto, toda vez que la inversión pública continuó exhibiendo una tendencia descendente.

Gráfica 16
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2008 = 100, a. e.

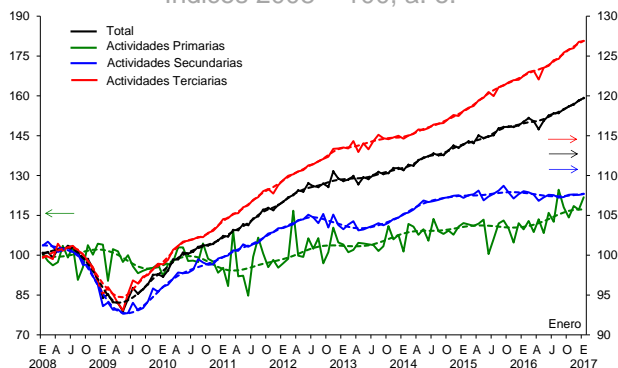


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

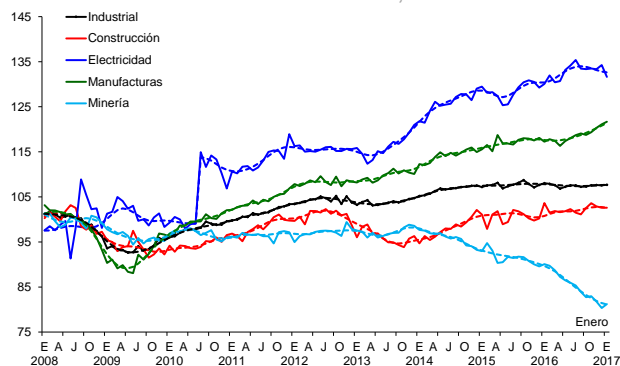
En cuanto a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento en el último trimestre de 2016 y en enero de 2017 reflejó, en buena medida, el dinamismo de las actividades terciarias, toda vez que la actividad industrial continuó mostrando un estancamiento (Gráfica 17). En particular, la minería mantuvo una trayectoria decreciente, al tiempo que persistió el débil desempeño en la construcción (Gráfica 18). En contraste, siguió observándose la recuperación que la producción manufacturera ha exhibido desde mediados de 2016. Respecto al comportamiento de las actividades terciarias, los rubros que más contribuyeron a su crecimiento en este periodo fueron los de comercio, transporte e información en medios masivos, servicios financieros e inmobiliarios, y servicios profesionales.

Gráfica 17
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 18
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.

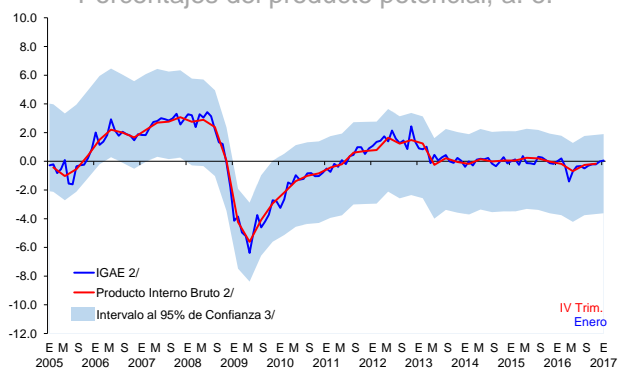


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

2.2.3. Determinantes de la inflación

Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 19). No obstante, las condiciones en el mercado laboral continúan mejorando y los costos unitarios de la mano de obra han mostrado una trayectoria al alza, si bien desde niveles bajos.

Gráfica 19
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 al cuarto trimestre de 2016; cifras del IGAE a enero de 2017.

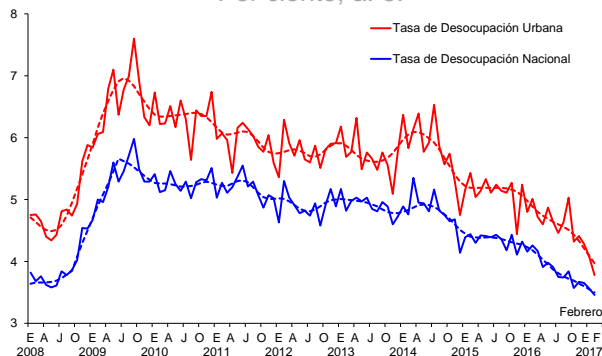
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

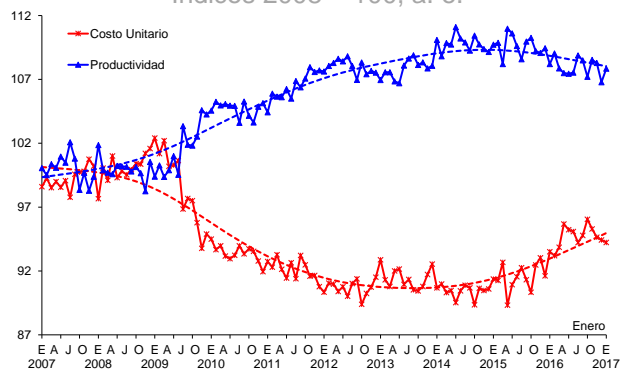
En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron mostrando una tendencia decreciente y se ubicaron en niveles inferiores a los registrados en 2008 (Gráfica 20). Destaca que la tasa de desocupación urbana se ubicó en el nivel más bajo desde que inició el levantamiento de la ENOE en 2005. Asimismo, a principios de 2017 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo su trayectoria ascendente. Adicionalmente, el comportamiento de los indicadores salariales, junto con el desempeño de la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra, tanto para la economía en general, como para el sector manufacturero en particular, mostraran una tendencia al alza, si bien aún permanecen en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis financiera global de 2008 (Gráfica 21).

Gráfica 20
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, 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: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 21
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.

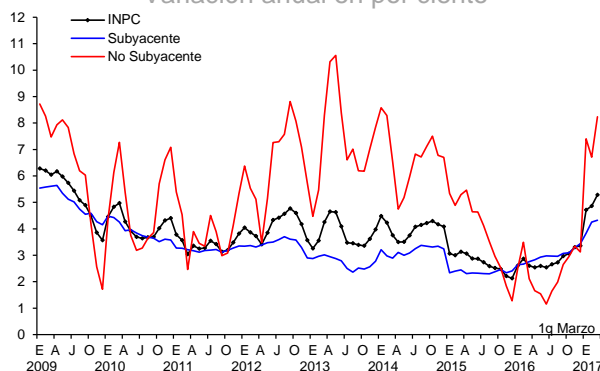
En enero de 2017, el financiamiento interno al sector privado no financiero redujo su tasa de crecimiento real anual en relación con meses previos. Ello obedeció tanto a la moderación de los recursos que ha venido canalizando la banca interna al financiamiento de empresas y hogares, como al efecto del incremento en la inflación en ese mes sobre las tasas reales de crecimiento. Por otro lado, el financiamiento externo continuó contrayéndose. En este contexto, los costos del financiamiento siguieron aumentando —en particular los de las empresas y el de las tarjetas de crédito—, reflejando los aumentos en la tasa de fondeo bancario. Por su parte, los índices de morosidad se han mantenido

bajos en general y sin mostrar variaciones importantes en el margen. Todo lo anterior sugeriría que no hay presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

En febrero y la primera quincena de marzo, la inflación general anual continuó presentando una trayectoria ascendente. Por una parte, los efectos de la depreciación que experimentó la moneda nacional siguieron manifestándose en la inflación subyacente. Por otra, los incrementos en los precios de algunos energéticos ocurridos a principios de año se reflejaron en que el componente no subyacente mantuviera elevadas tasas de crecimiento anual, además de que han dado lugar a impactos indirectos, naturales y esperados, sobre los precios de algunas mercancías y servicios que los utilizan como insumos. De esta forma, la inflación general anual aumentó de 4.72 por ciento en enero de 2017 a 5.29 por ciento en la primera quincena de marzo (Gráfica 22 y Cuadro 1).

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

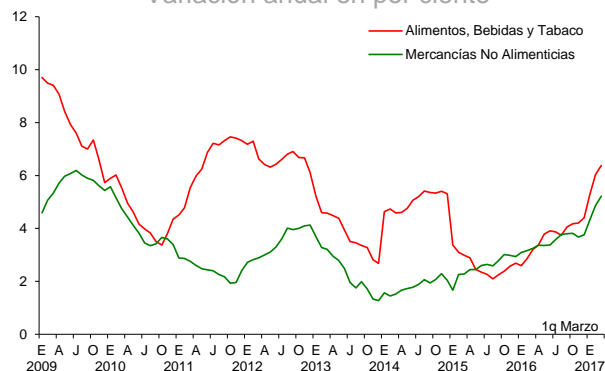


Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre enero de 2017 y la primera quincena de marzo, la inflación subyacente anual pasó de 3.84 a 4.32 por ciento. La tendencia al alza de la inflación subyacente se explica por los incrementos en los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios, lo cual podría estar reflejando el mayor reconocimiento del efecto acumulado de la depreciación cambiaria que, hasta hace pocos meses, parecería haberse traspasado parcialmente. En adición, los incrementos observados en los precios de ciertos bienes y servicios han sido producto, en la mayoría de los casos, de los efectos indirectos derivados de los incrementos en los

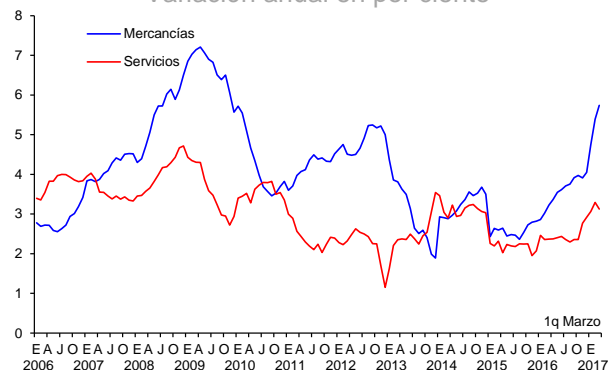
precios de los energéticos (Gráfica 23, Gráfica 24 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

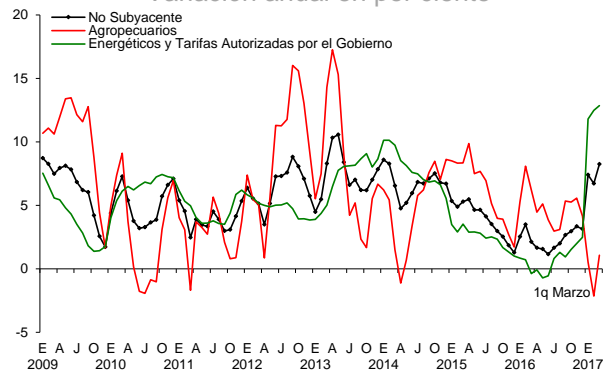
Gráfica 24
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



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., continuaron afectando la inflación medida en términos anuales y, en particular, la tasa de crecimiento del componente no subyacente. Adicionalmente, en la primera quincena de marzo aumentó el ritmo de crecimiento del subíndice de precios de los productos agropecuarios, si bien desde niveles bajos. De esta forma, la inflación no subyacente anual se incrementó de 7.40 a 8.24 entre enero de 2017 y la primera quincena de marzo (Gráfica 25 y Cuadro 1).

Gráfica 25
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado continuaron reflejando la anticipación de un aumento temporal en la inflación. En efecto, si bien aquellas correspondientes al corto plazo se ajustaron nuevamente al alza, aunque en menor magnitud que en el mes previo, las de mediano y largo plazo no registraron incrementos adicionales. En particular, la mediana para el cierre de 2017 aumentó de 5.24 a 5.40 por ciento entre las encuestas de enero y febrero de 2017, en tanto que en este lapso la del cierre de 2018 y las de horizontes de más largo plazo permanecieron en 3.8 y 3.5 por ciento por ciento, respectivamente. 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 volvieron a presentar incrementos moderados en su lectura más reciente. Mientras tanto, la prima por riesgo inflacionario asociada a ellas mostró una ligera disminución, luego del importante incremento que registraron el mes previo.

Se anticipa que durante lo que resta de 2017 la inflación general anual se vea afectada de forma temporal, tanto por los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de aquellos de los servicios, como por el impacto transitorio del proceso de liberalización de los precios de las gasolinas. De esta forma, se espera que durante 2017 la inflación general anual se ubique por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad asociado al objetivo del Banco de México, retomando una tendencia convergente hacia la meta durante los últimos meses del año, situándose cerca de 3 por ciento al cierre de 2018. Para la inflación subyacente, las previsiones

indican que en 2017 se mantendrá en niveles superiores al objetivo permanente, retomando una tendencia convergente al objetivo de 3 por ciento en los últimos meses de dicho año y en 2018. Así, se espera que tanto la inflación general, como la subyacente, converjan nuevamente a la meta al irse desvaneciendo los efectos de los choques mencionados y conforme vayan surtiendo efecto las medidas de política monetaria implementadas desde diciembre de 2015 como las que se requieran hacia adelante, así como a que no se anticipa que se presenten presiones inflacionarias derivadas de la demanda agregada.

Las previsiones anteriores se encuentran sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, el principal es que el número de choques que se han observado incrementa la probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación. En

particular, destaca el que los incrementos en los precios de los energéticos hasta ahora registrados impulsen más allá de su impacto natural los precios de aquellos bienes y servicios que los utilizan como insumos en su producción. Además, si bien recientemente la cotización del peso frente al dólar ha mostrado una apreciación significativa, persiste el riesgo de que puedan elevarse aún más las expectativas de inflación como consecuencia de que la moneda nacional experimente nuevos episodios de depreciación derivados de la incertidumbre que persiste en el entorno externo. Finalmente, que se presenten aumentos de precios de los bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación sería transitorio. A la baja, la apreciación de la moneda nacional se podría consolidar, además de que los precios de los energéticos podrían reducirse, en congruencia con sus referencias internacionales.

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

Concepto	Diciembre 2016	Enero 2017	Marzo 1q 2017
INPC	3.36	4.72	5.29
Subyacente	3.44	3.84	4.32
Mercancías	4.05	4.75	5.74
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	5.27	6.37
Mercancías no Alimenticias	3.76	4.31	5.21
Servicios	2.92	3.07	3.13
Vivienda	2.41	2.46	2.57
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.29	4.41
Otros Servicios	3.04	3.33	3.32
No Subyacente	3.13	7.40	8.24
Agropecuarios	4.15	0.53	1.07
Frutas y Verduras	4.31	-6.01	-3.22
Pecuarios	4.06	4.67	3.71
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.49	11.80	12.86
Energéticos	2.42	16.31	17.57
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.60	3.50	4.29

Fuente: INEGI.

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.

Todos los miembros señalaron que la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación a principios de 2017. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, destacaron que esta siguió expandiéndose a principios de 2017. En este contexto, la mayoría apuntó que no se han presentado presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios, aunque las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose de manera importante. Por su parte, destacó que si bien prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento económico de México, parecería estar disminuyendo la probabilidad de que se materialicen algunos de los escenarios negativos más extremos. En este entorno, consideró que a pesar de que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, en el margen mejoró. La mayoría de los integrantes de la Junta resaltó que la inflación general anual siguió incrementándose, para ubicarse en la primera quincena de marzo de 2017 en 5.29 por ciento. Asimismo, sostuvo que la inflación subyacente continuó elevándose como reflejo de la depreciación acumulada del tipo de cambio y de los efectos indirectos derivados de los ajustes en los precios de los energéticos a principios de año, los que han tenido un impacto significativo en los precios de las mercancías y de algunos servicios. Además reconoció que la inflación no subyacente se mantiene en niveles muy altos, como reflejo, principalmente, del efecto de los incrementos registrados en los precios de los energéticos a inicios de 2017. Se prevé que durante 2017 la inflación se ubique por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien se anticipa que durante los últimos meses de este año retome una tendencia convergente hacia la meta y se sitúe cerca de 3 por ciento al cierre de 2018, a medida que se vayan desvaneciendo los efectos de los choques mencionados. En este contexto, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación no mostró un deterioro adicional.

Todos los miembros destacaron que en 2017 se ha mantenido la recuperación en la actividad económica mundial. La mayoría notó que esta mejoría ha sido generalizada entre regiones, así como entre economías avanzadas y emergentes. Un integrante comentó que esto se ha visto reflejado en la tendencia a la alza en la producción manufacturera

global, en un mayor dinamismo de los volúmenes de comercio y en lecturas relativamente elevadas del sentimiento de los consumidores y empresas. La mayoría sostuvo que se anticipa que para el resto de 2017 y en 2018 la actividad global continúe fortaleciéndose, en parte dada la expectativa de una mezcla de políticas fiscal, financiera y de desregulación más expansionista por parte de la nueva administración de Estados Unidos. No obstante, apuntó que este escenario está sujeto a un alto grado de incertidumbre. En particular, explicó que se ha puesto en duda la capacidad de implementar los cambios esperados de política económica en Estados Unidos, dada la dificultad que ha tenido la nueva administración de este país en avanzar su agenda. Un integrante detalló que el desacuerdo en el Congreso en relación con las reformas en materia de salud podría estar anticipando la dificultad de alcanzar acuerdos legislativos en materia fiscal, comercial y de regulación. Otro miembro expresó dudas sobre la viabilidad de estas propuestas una vez que se vean sujetas a un análisis más riguroso, lo cual es de especial relevancia dado que la expectativa de la aplicación de estas políticas es lo que ha generado una mejor perspectiva de crecimiento mundial. Algunos miembros reconocieron que la inflación global y sus expectativas parecen mostrar una tendencia al alza, aunque uno de ellos sostuvo que tampoco parece haber casos en donde se presenten presiones sobre los precios al consumidor por parte de la demanda agregada. Algunos miembros consideraron que persisten riesgos para el crecimiento de la economía mundial ante el peligro de la implementación de políticas proteccionistas a nivel global, lo cual tendría un efecto sobre los flujos comerciales y de inversión entre países. Uno de ellos afirmó que persisten otros riesgos, como la posibilidad de una política monetaria menos acomodaticia por parte de las principales economías avanzadas ante el avance de la inflación y una reversión abrupta del sentimiento de los inversionistas. A pesar de esto, consideró que el balance de riesgos para la economía global parece haber mejorado en las últimas semanas.

La mayoría de los miembros apuntó que la actividad económica en Estados Unidos se ha expandido moderadamente en lo que va del primer trimestre del año. Un miembro indicó que este crecimiento ha sido apoyado por el consumo privado, a la vez que se ha observado un repunte en la producción manufacturera. Señaló que el vigor de la demanda agregada ha dado lugar a un aumento en una amplia gama de importaciones. La mayoría aseveró también que las condiciones en el mercado laboral continúan fortaleciéndose, lo que muestra un fuerte dinamismo en la creación de empleos y una tasa de desempleo

que se ubica en sus niveles más bajos desde 2008. Además, afirmó que la inflación medida con el deflactor del consumo ha seguido aumentando, convergiendo gradualmente hacia la meta del banco central de Estados Unidos, a lo que un miembro añadió que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable, aunque ligeramente por debajo de la meta del 2 por ciento. En este contexto, la mayoría apuntó que la Reserva Federal, en su decisión de marzo, aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base. Resaltó que la estrategia de comunicación de este banco central hizo posible anticipar el ajuste en la tasa de referencia, a la vez que el comunicado fue interpretado por el mercado como moderado, consolidando la expectativa de que el proceso de normalización continuará a un ritmo gradual. No obstante, uno de ellos destacó que no es prudente descartar que hacia adelante se requieran incrementos más acelerados de lo previsto en las tasas de interés en Estados Unidos, ante la posibilidad de que una política fiscal más expansiva en este país conduzca a presiones sobre los precios y la actividad.

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 moderado de la inflación. En este sentido, algunos puntualizaron que el riesgo de que se presente una deflación en economías avanzadas se ha reducido de manera importante. Asimismo, un integrante especificó que se presentó una mejora en las perspectivas económicas de estos países. La mayoría consideró que el dinamismo económico y el repunte de la inflación podrían conducir a políticas monetarias menos acomodaticias en este grupo de economías. En este contexto, uno puntualizó que el Banco Central Europeo desestimó la necesidad de estímulos monetarios adicionales hacia adelante. No obstante, otro miembro comentó que todavía se espera que la postura de los principales bancos centrales de estas economías siga siendo acomodaticia por un período prolongado.

Respecto de las economías emergentes, la mayoría de los miembros destacó que los indicadores prospectivos apuntan a un mejor desempeño, especialmente en sus sectores industriales. No obstante, un miembro puntualizó que estas economías aún enfrentan importantes factores de riesgo, como el agotamiento del ciclo de altos precios de las materias primas, la incertidumbre asociada al proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos, y los efectos de posibles cambios en la política fiscal y comercial en ese país. En este sentido, otro aclaró que se anticipa que la fortaleza

de la recuperación en este grupo de economías se vea afectada por un panorama menos favorable en el exterior. Consideró que si bien las economías emergentes se encuentran mejor posicionadas que hace algunos años para hacer frente a un entorno externo más complicado, el espacio para la implementación de medidas orientadas a contrarrestar efectos adversos es reducido. En cuanto a la economía china, la mayoría de los miembros mencionó que esta mostró un crecimiento ligeramente superior a lo esperado, lo que podría contribuir a una recuperación más rápida del grupo de las economías emergentes. Sin embargo, un integrante agregó que aún persiste el riesgo de una desaceleración más pronunciada que la prevista, si bien es de esperarse que el ajuste de la economía china a las nuevas condiciones internas y globales sea ordenado, considerando el objetivo declarado de las autoridades de favorecer la estabilidad.

La mayoría de los integrantes destacó que los mercados financieros internacionales han venido mostrando recientemente un mayor apetito por activos de riesgo y menor volatilidad, lo cual se ha reflejado, entre otras cosas, en mayores flujos de capital hacia las economías emergentes y en una apreciación de diversas monedas frente al dólar. Algunos notaron también que diversos índices accionarios han mostrado altas tasas de crecimiento. No obstante, la mayoría advirtió que existe el riesgo de una reversión abrupta en el sentir de los inversionistas en respuesta a sorpresas en torno a la implementación de medidas de política económica en Estados Unidos. Uno mencionó como factores adicionales que podrían detonar esta reversión, el excesivo nivel de optimismo en la actualidad y problemas de naturaleza geopolítica, así como el riesgo de un mayor fortalecimiento de posturas nacionalistas en algunos países avanzados, particularmente en Europa. Al respecto, destacó que si bien algunas encuestas sobre la intención de voto en esos países parecen sugerir una probabilidad moderadamente menor de escenarios adversos, las preferencias del electorado pueden cambiar rápidamente, y el margen de error de estas mediciones es elevado. Finalmente, advirtió que la posibilidad de episodios de alta volatilidad en los mercados no debe subestimarse.

Todos los miembros coincidieron en que la economía mexicana continuó expandiéndose a principios de 2017. En este sentido, algunos añadieron que el desempeño de la economía fue mejor al anticipado. La mayoría señaló que la demanda externa aumentó su contribución al crecimiento y uno atribuyó esto último, en parte, al estímulo de la depreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones manufactureras, así como a la mejora tanto de la

producción manufacturera como de las exportaciones no petroleras en Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, la mayoría consideró que el consumo privado mantuvo una trayectoria positiva, aunque con ciertos indicios de desaceleración. Un integrante destacó que la trayectoria positiva del consumo ha tenido soporte en el vigor de las remesas, el aumento de la masa salarial y el mayor crédito a los hogares, entre otros. En contraste, uno de ellos atribuyó la desaceleración reciente del consumo a la disminución de los salarios reales como resultado del incremento de la inflación. Ante ello, algunos miembros reconocieron que las perspectivas para el consumo son inciertas debido al complejo entorno externo e interno, lo que ha deteriorado considerablemente la confianza del consumidor. Por otro lado, la mayoría notó el débil desempeño que mantuvo la inversión, destacando algunos la contracción de la inversión pública. La mayoría reconoció también el posible efecto negativo del complejo entorno externo sobre la inversión privada, a lo que uno añadió el efecto que dicho entorno ha tenido sobre los niveles de confianza empresarial. Respecto al desempeño de los componentes del PIB por actividad productiva, algunos integrantes destacaron la mejora en la producción manufacturera, así como el dinamismo en el sector servicios. No obstante, uno de ellos notó una desaceleración en el margen de dicho sector a principios de 2017, advirtiendo que su lectura es aún incierta. Otro miembro apuntó que el comportamiento de las manufacturas y de los servicios ha sido congruente con el de las mismas variables en Estados Unidos, haciendo alusión a la alta integración de ambas economías.

Algunos miembros externaron una perspectiva de gran incertidumbre para el crecimiento de la economía mexicana dado el entorno complejo, tanto interno como externo, que esta enfrenta. Uno de ellos consideró como escenario más probable para los próximos meses el de una desaceleración gradual de la actividad económica. Explicó que aunque los acontecimientos recientes en Estados Unidos han contribuido a mejorar la percepción de riesgo, la confianza empresarial en México se mantiene en niveles bajos, lo que junto con los esfuerzos de fortalecimiento de las finanzas públicas, hace anticipar una inversión débil a lo largo del año. Otro sostuvo que si bien en el corto plazo pudieran seguir operando inercialmente algunos de los factores que recientemente han mantenido la dinámica de la actividad económica, las perspectivas de mediano plazo se han vuelto marcadamente inciertas, lo que afectará tanto a la inversión, como al consumo. Por otra parte, un miembro afirmó que ante la expectativa de un repunte de la producción industrial en Estados Unidos, las exportaciones mexicanas continuarían

con su proceso de recuperación, lo que permitiría un crecimiento económico más balanceado de los distintos componentes de la demanda agregada, aunque a un ritmo menor.

La mayoría consideró que si bien prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento económico de México, parecería estar disminuyendo la probabilidad de que se materialicen algunos de los más extremos. Entre los riesgos a la baja, algunos destacaron la incertidumbre asociada al futuro de la relación bilateral con Estados Unidos y sus efectos en la economía nacional. En particular, uno de ellos enlistó también como riesgos provenientes del exterior, los derivados de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, de una evolución menos favorable de lo esperado de la producción industrial en ese país y de la posibilidad de nuevos episodios de incertidumbre en la economía mundial, como resultado de factores geopolíticos o de otra índole. Como riesgos internos mencionó una incidencia mayor a la prevista del bajo nivel de confianza de las empresas y consumidores en la demanda, así como posibles nuevos descensos de la producción de petróleo. No obstante lo anterior, la mayoría estimó que a pesar de que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, en el margen mejoró.

Todos los integrantes de la Junta mencionaron que siguen sin presentarse presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios, aunque la mayoría advirtió que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose de manera importante. Así, algunos consideraron que no es claro que actualmente exista holgura en la economía, ya que la brecha del producto está prácticamente en cero. Agregaron también la consideración de una posible caída del PIB potencial en México, aunque uno de ellos sostuvo que dicha caída podría ser menor a la previamente anticipada. Al respecto, dicho integrante hizo una reflexión sobre este tema. Destacó que el crecimiento esperado para 2017 y 2018 es similar al promedio del crecimiento observado entre 2001 y 2015, cuando el crecimiento potencial de la economía era posiblemente mayor al que tenemos ahora. Explicó que en efecto es posible observar poca holgura en la economía a través de diversos indicadores. Mencionó, por un lado, la tendencia al alza de los costos unitarios de la mano de obra para, la economía en su totalidad, así como el hecho de que estos se han venido situando persistentemente por arriba de su tendencia durante ya varios trimestres. También consideró que estimaciones para la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) que incluyen la parte informal en la economía, puntualizando que aunque la brecha

laboral en este caso no es en la actualidad estadísticamente diferente de cero, su tendencia sugiere que esta podría tornarse positiva en poco tiempo. Por otra parte, agregó que existen indicadores que parecerían estar reflejando riesgos de posibles presiones generalizadas sobre los precios. Agregó que si se observa la composición de la brecha del producto y la posibilidad de que los servicios continúen expandiéndose como lo han venido haciendo, es posible que, inclusive en el corto plazo, pudieran darse presiones sobre los precios. También advirtió que el costo de una lectura equivocada de la fase del ciclo puede ser muy elevado considerando que la brecha se encuentra alrededor de cero, en combinación con la evolución reciente de diversos indicadores de precios. No obstante, reconoció que se han estado implementando reformas en la economía que podrían traducirse en un mejor funcionamiento de los sectores productores de bienes no comerciables, facilitando la posibilidad de expansión del consumo. En dicho escenario, aseveró que la estructura de crecimiento del gasto sí podría ser sostenible. En este contexto, enfatizó que el déficit en la cuenta corriente ya no está ensanchándose de manera importante. Otro apuntó que hay una serie de indicadores que apoyan la conclusión de que la economía se está desacelerando, tales como el financiamiento total, los indicadores oportunos de consumo privado y la reducción del déficit en cuenta corriente como por ciento del PIB. Señaló que si bien existe el riesgo de que el producto potencial esté disminuyendo, a su juicio, las fluctuaciones del crecimiento observado tienden a ser mayores a las del potencial. Agregó que aunque la tasa de desempleo ha disminuido de manera importante, el hecho de que no se estén viendo presiones salariales excesivas, y de que el incremento del salario mínimo de principios de año hasta ahora no ha tenido un efecto más allá de lo que sería de esperarse en la determinación de los salarios, reduce sus preocupaciones a este respecto.

La mayoría de los miembros señaló que la inflación general siguió incrementándose, para ubicarse en la primera quincena de marzo de 2017 en 5.29 por ciento. Coincidió en que la inflación enfrenta dos principales choques: la depreciación acumulada de la moneda nacional y el incremento en los precios de los energéticos a principios de año. Algunos integrantes puntualizaron que estos choques han situado a la inflación anual por encima del intervalo de variación del Banco de México. La mayoría mencionó que dicho aumento en la inflación general se dio como resultado de los aumentos que se han presentado tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente. Con respecto a la inflación subyacente, señaló que esta continuó elevándose

como reflejo de la mencionada depreciación y de los efectos indirectos derivados del ajuste en los precios de los energéticos, que han tenido un impacto significativo en los precios de las mercancías y de algunos servicios, para ubicarse en la primera quincena de marzo en 4.32 por ciento. Por su parte, mencionó también que la inflación no subyacente se mantiene en niveles muy altos, alcanzando en la primera quincena de marzo 8.24 por ciento anual, reflejando, principalmente, el efecto de los incrementos registrados en los precios de los energéticos. Un miembro consideró que la inflación general ha registrado tasas anuales superiores a lo anticipado. Otro enfatizó que los aumentos en los precios de los combustibles son preocupantes no solo por la magnitud de los incrementos y por su peso relativo en el INPC, sino por los importantes efectos indirectos que tienen sobre otros productos. Algunos destacaron que la fracción de genéricos que componen el INPC y que exhiben tasas individuales de inflación mayores a 4 por ciento ha seguido incrementándose. Uno de ellos especificó que dicha fracción alcanzó a mediados de enero un nivel de cerca de 60 por ciento en el caso de la inflación general y de más de 50 por ciento en la subyacente. Algunos señalaron también que se ha incrementado la correlación de la inflación entre los distintos genéricos. No obstante, algunos consideraron que la dinámica de ajuste de los precios ante los choques mencionados ha sido cercana a lo que se podría anticipar, y ha estado en línea con los choques recibidos. Agregaron que, si bien en algunos precios ha habido una respuesta más agresiva que en otros, la información y el análisis con que se cuenta parecen confirmar que el aumento en la inflación es transitorio y que no se perciben efectos de segundo orden sobre los precios de los servicios.

Con respecto a las expectativas de inflación, la mayoría coincidió en que aquellas provenientes de encuestas continúan reflejando la anticipación de que el aumento de precios observado será temporal. En particular, señaló que mientras que las de corto plazo se mantienen elevadas, las de mediano plazo han aumentado en mucho menor medida y las de largo plazo se sitúan alrededor de 3.5 por ciento. Un miembro mencionó que se mantiene la expectativa de una disminución importante de la inflación en 2018, lo que podría verse apoyado por los efectos de la anticipada desaceleración de la actividad económica, por las acciones de política monetaria, y por una depreciación menos pronunciada del peso. Con respecto a los diferenciales entre tasas nominales y reales de valores gubernamentales que reflejan el comportamiento de las expectativas de inflación y diversos factores de riesgo, un miembro detalló que estos han mostrado un descenso significativo, aunque siguen en niveles elevados.

Mencionó que lo anterior sugiere que, si bien persiste la preocupación en los mercados por los riesgos inflacionarios en el largo plazo, esta ha mostrado cierta moderación. Todos los miembros coincidieron en que es importante mantener las expectativas de inflación bien ancladas, evitando que los choques que han afectado la inflación tengan efectos de segundo orden y contaminen otros precios. Uno consideró que el papel de la política monetaria es fundamental no solo para evitar los efectos de segundo orden, sino para reforzar la convergencia de las expectativas al objetivo del Banco de México, tomando en cuenta que también las expectativas pueden estar siendo afectadas por incertidumbre proveniente del exterior.

La mayoría de los miembros prevé que durante el año la inflación general anual continúe viéndose afectada temporalmente, tanto por los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios derivados de la depreciación acumulada del tipo de cambio real, como por el impacto transitorio de la liberalización de los precios de las gasolinas. Así, espera que durante 2017 la inflación se ubique por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien se anticipa que durante los últimos meses de este año retome una tendencia convergente hacia la meta. De esta forma, la mayoría estima que esta se sitúe cerca de 3 por ciento al cierre de 2018, a medida que se vayan desvaneciendo los efectos de los choques mencionados. Explicó que a ello contribuirán de manera fundamental tanto los ajustes de política monetaria llevados a cabo desde diciembre de 2015, como los que se requieran hacia adelante. Finalmente, consideró que también contribuirá el hecho de que no se anticipa que se presenten presiones inflacionarias derivadas de la demanda agregada.

La mayoría de los integrantes consideró que el balance de riesgos para la inflación no mostró un deterioro adicional, si bien apuntó que este continúa siendo al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría sostuvo que el principal es que el número de choques que se han observado incrementa la probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación. Algunos miembros explicaron que lo anterior se da especialmente en virtud de la diversidad de factores de riesgo que se están manifestando de manera simultánea. Uno de ellos incluyó, además de los factores ya mencionados, al incremento al salario mínimo a principios del año. Además, coincidió en que prevalece el riesgo de que puedan elevarse aún más las expectativas de inflación como consecuencia de que la moneda nacional experimente nuevos episodios de depreciación derivados de la

incertidumbre que persiste en el entorno externo. Respecto al riesgo de un mayor traspaso del tipo de cambio a los precios, argumentó que este puede manifestarse con un rezago significativo y que, aún sin una depreciación adicional, la sola preocupación por la trayectoria futura de la paridad peso-dólar podría reflejarse en una mayor inflación. Por su parte, otro integrante destacó que aun con una brecha del producto cercana a cero, la probabilidad actual de observar presiones importantes en los precios por parte de la demanda no es elevada, en virtud del moderado crecimiento de la economía. Sin embargo, sostuvo que dada la falta de holgura en esta, los productores cuentan con poca flexibilidad para absorber los distintos choques que han experimentado a través de reducciones en sus márgenes de ganancia y se verían presionados a traspasar más rápidamente estos incrementos a los precios de los bienes que producen. La mayoría destacó como otro riesgo al alza el que los incrementos en los precios de los energéticos hasta ahora registrados impulsen más allá de su impacto natural los precios de aquellos bienes y servicios que los utilizan como insumos en su producción. En particular, uno explicó que algunos formadores de precios podrían aprovechar el alza en los genéricos que han sido impactados por el cambio en precios relativos para ajustar sus precios en mayor medida que el aumento en sus costos. Adicionalmente, la mayoría notó el riesgo de que se observen incrementos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien su efecto sobre la inflación sería transitorio. En cuanto a los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría destacó que la apreciación de la moneda nacional se podría consolidar, además de que los precios de los energéticos podrían disminuir en línea con sus referencias internacionales.

Todos coincidieron en que desde la última decisión de política monetaria, las condiciones en los mercados financieros nacionales mejoraron significativamente. La mayoría destacó que la cotización de la moneda nacional registró una apreciación considerable, alcanzando su menor nivel desde el día de la elección presidencial en Estados Unidos. Uno incluso señaló que dentro de las principales divisas de economías avanzadas y emergentes, el peso mexicano es la moneda que más se ha apreciado frente al dólar en lo que va de 2017. Todos consideraron que este desempeño refleja las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios, así como algunos comentarios constructivos de miembros del gobierno de Estados Unidos sobre el futuro de la relación bilateral de ese país con México. Uno añadió que un factor relevante que también ha contribuido a

esta evolución más favorable es el mayor apetito por activos de economías emergentes que se ha observado en las últimas semanas. La mayoría coincidió en que la mejoría en el desempeño de los mercados financieros domésticos se ha reflejado en una disminución de las tasas de interés de más largo plazo. No obstante, explicó que las tasas de interés de corto plazo aumentaron en línea con la postura monetaria más restrictiva del Banco de México, lo que ha conducido a un aplanamiento de la curva de rendimientos. La mayoría notó que, en línea con este comportamiento, los diferenciales de las tasas de interés de México respecto a las de Estados Unidos para el corto plazo se mantuvieron prácticamente sin cambio, mientras que para el largo plazo disminuyeron. Por otra parte, algunos miembros apuntaron que los indicadores de riesgo soberano del país también registraron reducciones, si bien uno de ellos señaló que estos se ubican en niveles similares a los que tienen otras economías con menor calificación crediticia, lo que podría estar sugiriendo que los mercados anticipan una disminución en dicha calificación para México. Por último, algunos añadieron que hacia adelante no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad debido a que aún persisten elementos importantes de incertidumbre, entre los que destaca el futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos.

La mayoría de los miembros recalcó que a pesar del mejor desempeño que se ha observado recientemente en los mercados financieros nacionales, la economía mexicana continúa enfrentando un entorno muy complejo. Ante ello, señaló que es especialmente relevante que las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, consolidando las finanzas públicas y ajustando la postura de política monetaria al ritmo que sea oportuno. Algunos integrantes enfatizaron que ante los choques que ha enfrentado la economía mexicana, es muy importante contar con una adecuada combinación de políticas fiscal y monetaria que contribuya a que el ajuste del tipo de cambio real y de las tasas de interés reales sea ordenado y el más conveniente para la economía. En este contexto, otro subrayó la relevancia de que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público cumpla cabalmente con su objetivo de superávit primario y que se apegue a lo establecido en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria en la aplicación del remanente de operación entregado por el Banco de México, abatiendo de manera significativa el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público. Otro agregó que los márgenes de maniobra para la implementación de la política monetaria se irán ampliando conforme se materialice el ajuste fiscal anunciado por las autoridades para

2017 y años posteriores. Por su parte, la mayoría sostuvo que también se requiere seguir impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales. En particular, uno de ellos agregó que se debe poner particular atención a continuar impulsando estas reformas e incluso ampliarlas, no solo con el objetivo de incrementar el producto potencial, sino también para generar mayor resiliencia en la economía mexicana ante la posibilidad de que se presenten escenarios menos favorables para el país respecto a la relación bilateral con Estados Unidos.

En este contexto, un miembro reflexionó sobre la evolución de la prima por plazo y su relación con la política macroeconómica en México. Señaló que diferentes estimaciones de dicha prima indican que a partir del 2004 se observó una compresión considerable y, a partir de 2013, se observó un significativo aumento en la misma. Respecto a la fase de reducción de esta prima, especificó que se pueden distinguir dos etapas: la primera de 2004 a mediados de 2008, que fue propiciada por un proceso exitoso de desinflación en la economía mexicana; y la segunda, de mediados de 2009 a mayo de 2013, que fue resultado, en gran medida, de la política monetaria de relajamiento cuantitativo implementada por la Reserva Federal en Estados Unidos, con quien tenemos una alta integración financiera. Posteriormente, en 2013 esta prima mostró un incremento a raíz de las declaraciones por parte de la Reserva Federal de una posible reducción en la compra de bonos (episodio conocido como *Taper Tantrum*), y dicho incremento estuvo en línea con el que se observó en la prima por plazo en Estados Unidos. No obstante, advirtió que una vez finalizado este periodo, dicha prima volvió a comprimirse considerablemente en ese país, mientras que en México no volvió a hacerlo de manera significativa. En este sentido, apuntó que parecería que una parte importante de la descompresión de la prima por plazo en México ya ocurrió, por lo que posiblemente hacia adelante solo se esperaría una descompresión adicional gradual de la misma, que evolucione de manera similar a la descompresión correspondiente en Estados Unidos, en un contexto en el cual se anticipa que dicho país continúe con su proceso de normalización de la política monetaria de manera gradual y ordenada. Por otra parte, indicó que los niveles de la prima por plazo en México son muy elevados, lo que puede apreciarse al compararlos con los que prevalecen en Estados Unidos. Argumentó que el diferencial de las primas por plazo entre ambos países difícilmente puede ser explicado por el diferencial de inflaciones en estas economías. Así, el nivel de nuestra prima por plazo pudiera estar manifestando primas asociadas a otros factores de riesgo que actualmente

enfrenta la economía mexicana. En este sentido, explicó que la prima por plazo tiene dos componentes: uno cíclico, que responde a las condiciones cíclicas de la economía y que reflejaría una prima por riesgo inflacionario a lo largo del ciclo, y otro componente de naturaleza más estructural, asociado con riesgos para la economía mexicana de mediano y largo plazo más relacionados con su condición de economía emergente. En este sentido, destacó que, considerando esta discusión, y a pesar de que la política monetaria tiene efectos importantes y en la dirección correcta sobre la prima por plazo, en particular en el componente cíclico, sus efectos son limitados, principalmente cuando dicha prima parecería estar reflejando mayormente riesgos distintos a los inflacionarios. Así, explicó que no sería eficiente que la política monetaria buscara generar reducciones en la prima por plazo a través de movimientos en la tasa de referencia sino que, para lograr disminuir dicha prima, sería mejor hacerlo a través de ajustes en otros ámbitos de política económica, en particular, consolidando estructuralmente las finanzas públicas, así como la implementación de las reformas estructurales. En todo caso, la política monetaria tendría que permanecer vigilante para asegurar el cumplimiento de su objetivo prioritario en el mediano plazo.

Respecto a la política monetaria en México, la mayoría de los miembros señaló que dada la simultaneidad y magnitud de los choques temporales en precios relativos que han afectado a la inflación, y a pesar de la significativa apreciación que ha mostrado la moneda nacional desde la última decisión de política monetaria, el principal reto que enfrenta la Junta de Gobierno es evitar efectos de segundo orden sobre la inflación, manteniendo ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. A su vez, destacó que la conducción de la política monetaria debe considerar tanto la naturaleza transitoria de los choques que está enfrentando la inflación este año, como el horizonte en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria. Ante esto, la mayoría notó que los ajustes preventivos de política monetaria que ha llevado a cabo el Banco de México desde 2015, sumando 325 puntos base en total, han generado una postura apropiada para enfrentar los choques que hasta el momento se han venido presentando. Algunos integrantes sostuvieron que estos movimientos han llevado a un aumento en el diferencial de la tasa de política monetaria de México respecto a la de Estados Unidos. Uno de ellos destacó que el diferencial de tasas de interés de corto plazo es el mayor desde 2009, y agregó que los diferenciales de las tasas de interés mayor plazo son marcadamente inferiores a los de corto plazo. Sostuvo que ello refleja que los retos para la inflación

en México han requerido que la postura monetaria interna se haya venido restringiendo a mayor velocidad y en mayor magnitud que el ajuste monetario en Estados Unidos. Dado esto, consideró que hacia adelante, posibles alzas en las tasas de interés de política monetaria externas, y en ausencia de choques adversos adicionales que pudieran afectar a la inflación en México y considerando las posibles diferencias cíclicas entre ambas economías, no necesariamente deberían ser correspondidas con una mayor restricción interna. No obstante, un integrante apuntó que ante un escenario en el que es difícil anticipar que los riesgos para la inflación se disipen en el corto plazo, y caracterizado además por una inflación general anual en México por encima del límite superior del intervalo de variabilidad en 2017, alzas de las tasas de interés en Estados Unidos y un entorno de gran incertidumbre, es probable que se requieran nuevos aumentos de la tasa de interés de referencia en México en los meses siguientes para asegurar la convergencia de la inflación a su objetivo. Otro agregó que dada la coordinación de los ciclos manufactureros de México y Estados Unidos y a la luz de la evolución de los sectores de los servicios en ambos países, no considera que pueda haber mucha flexibilidad para desviarse de las acciones de política monetaria de la Reserva Federal, por lo que el Banco de México debería procurar al menos mantener el diferencial actual de la tasa de corto plazo que se tiene con ese país. Todos destacaron que en relación a la decisión correspondiente a esta reunión, es conveniente seguir reforzando la postura de política monetaria para estar en la posibilidad de lograr la convergencia de la inflación a su meta, si bien coincidieron en que existe cierto margen para que el ajuste sea de menor magnitud que en otras ocasiones dadas las condiciones actuales, la previsión de que no se anticipan presiones de inflación provenientes de la demanda agregada, así como los incrementos en la tasa de política monetaria llevados a cabo desde 2015. Asimismo, la mayoría subrayó la importancia de enviar un mensaje claro e inequívoco de que la Junta de Gobierno se mantendrá vigilante para reforzar, en caso de que fuese necesario, la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta y manteniéndose alerta de los diferentes factores que pudieran afectar a la inflación en el futuro, principalmente en un contexto en el que todavía existe un alto grado de incertidumbre en el exterior y retos para la política monetaria.

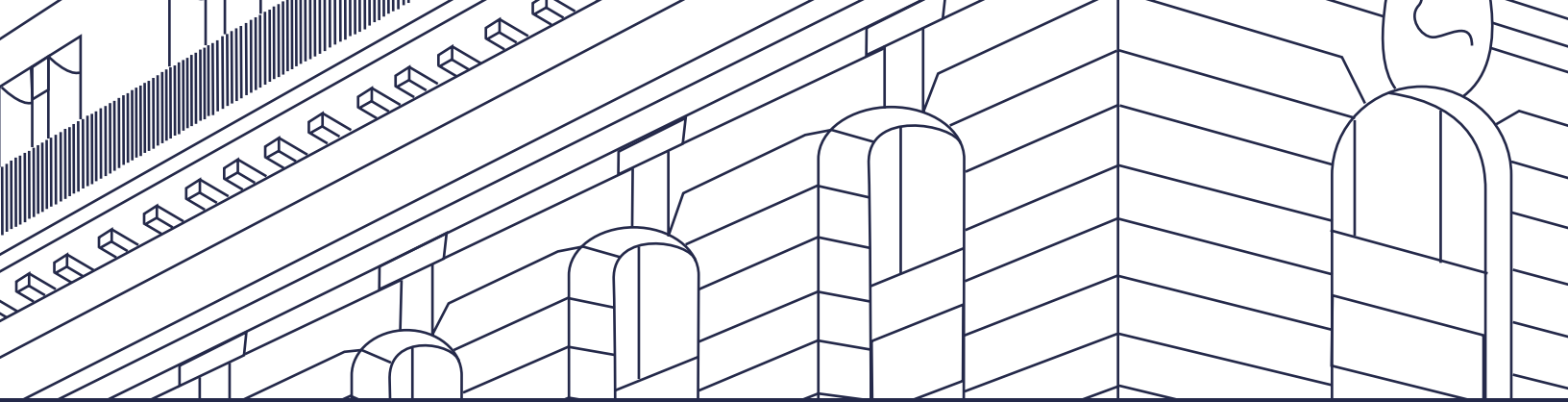
4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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, y tomando en cuenta el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, para ubicarla en 6.50 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 12 de abril de 2017

