



Retos para la Política Monetaria en México

Instituto Tecnológico Autónomo de México

Enero 11, 2018



BANCO DE MÉXICO

Índice

1 **Importancia de la Estabilidad de Precios**

2 **Entorno Externo**

3 **Economía Mexicana**

3.1 **Evolución de la Actividad Económica**

3.2 **Inflación y Política Monetaria Reciente**

Importancia de la Estabilidad de Precios

- Por mandato constitucional, el objetivo prioritario del Banco de México es **procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda**. La inflación ocasiona importantes costos:

① Redistribuye el ingreso y el poder adquisitivo.

- ✓ *Es un impuesto que afecta más a los hogares de menores ingresos.*
- ✓ *Reduce el poder de compra de las obligaciones contractuales.*

② Afecta la planeación de largo plazo de los agentes económicos.

- ✓ *Desalienta la inversión y el ahorro de largo plazo.*

③ Afecta el crecimiento económico.

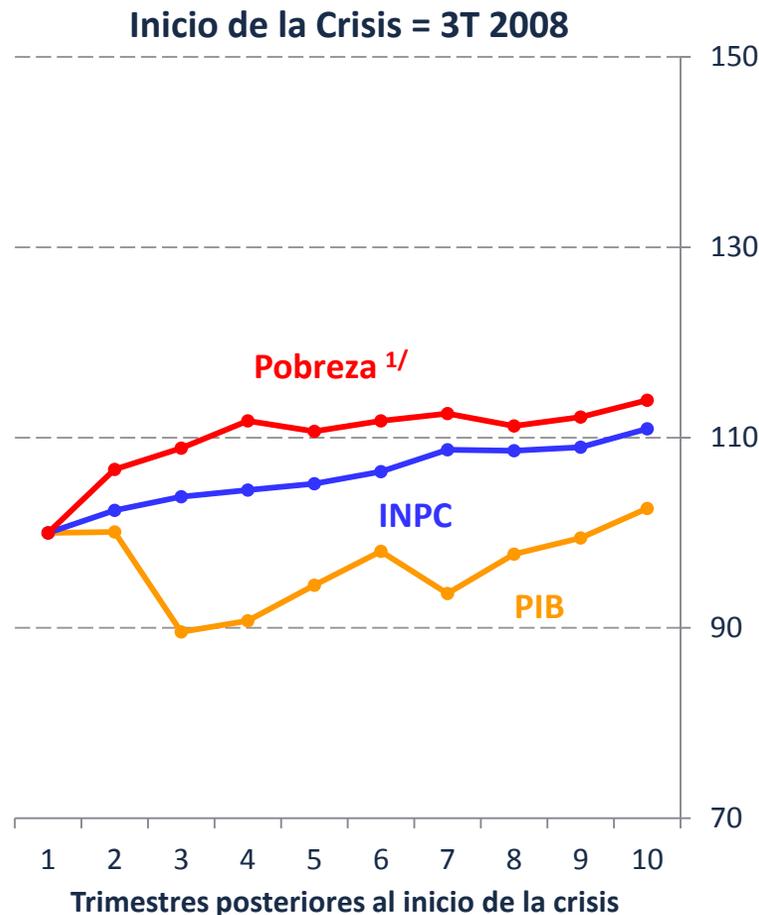
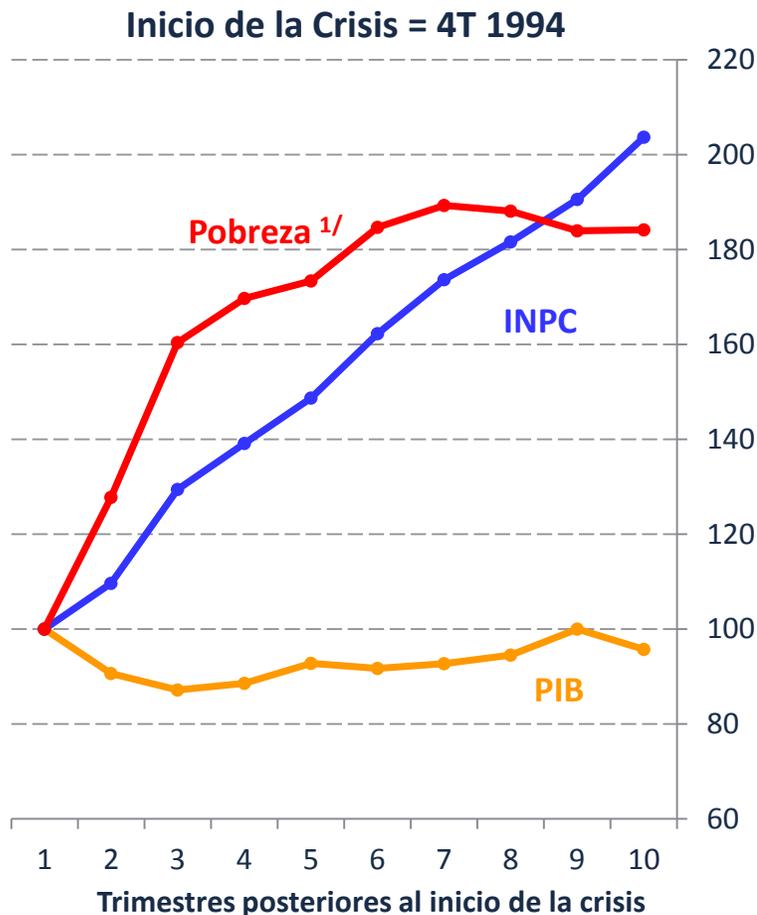
- ✓ *Los periodos de alta inflación coinciden con un bajo crecimiento o caídas de la actividad.*
- ✓ *Reduce la generación de empleo.*
- ✓ *Encarece el costo financiero de los proyectos productivos.*

1

La inflación redistribuye el ingreso y el poder adquisitivo, afectando en mayor medida a la población con menores recursos.

Porcentaje de la Población que se encuentra por debajo de la Línea de Pobreza Alimentaria, PIB e INPC

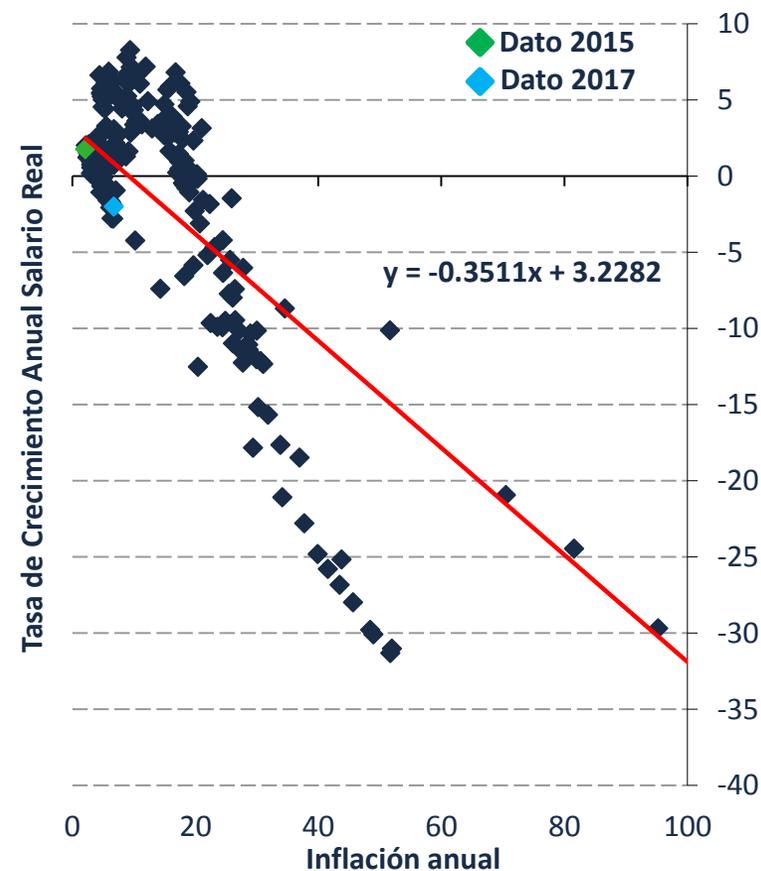
Índices inicio de la crisis = 100



Inflación y Salario Contractual Real ex-post:

1988-2017 ^{2/}

%



1/ Se refiere a la proporción de la población que tiene ingresos laborales por debajo de la línea de pobreza alimentaria definida por CONEVAL indexada a la fecha señalada.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México, CONEVAL e INEGI.

2/ Se grafican los datos mensuales de variaciones anuales.

Fuente: Banco de México, INEGI y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

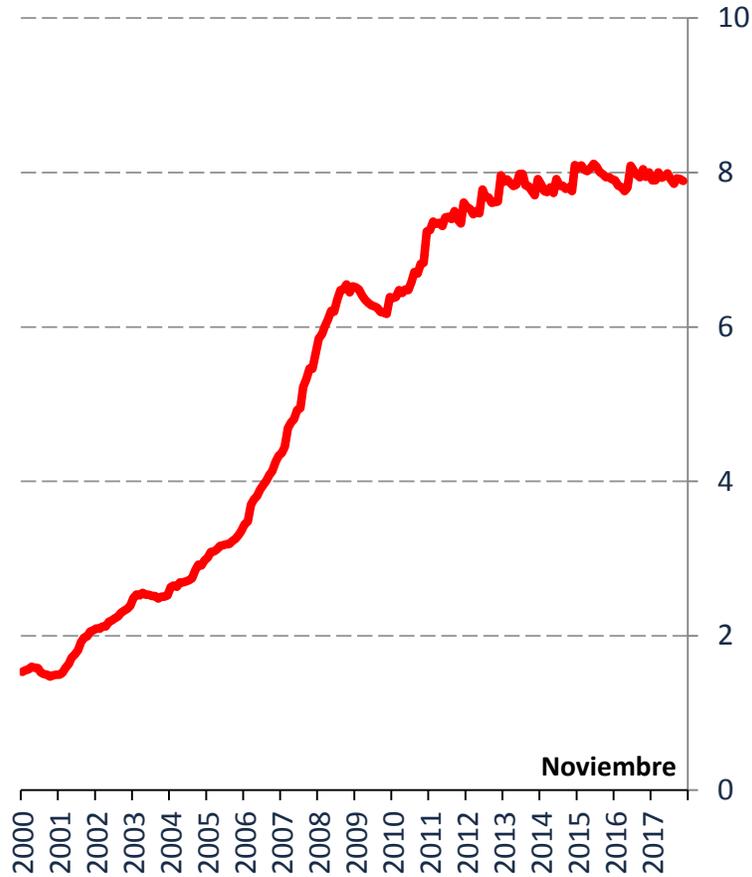
La inflación afecta la planeación de largo plazo de los agentes económicos, generando una asignación ineficiente de los recursos.

Inflación Mensual Anualizada ^{1/}
%, a. e.



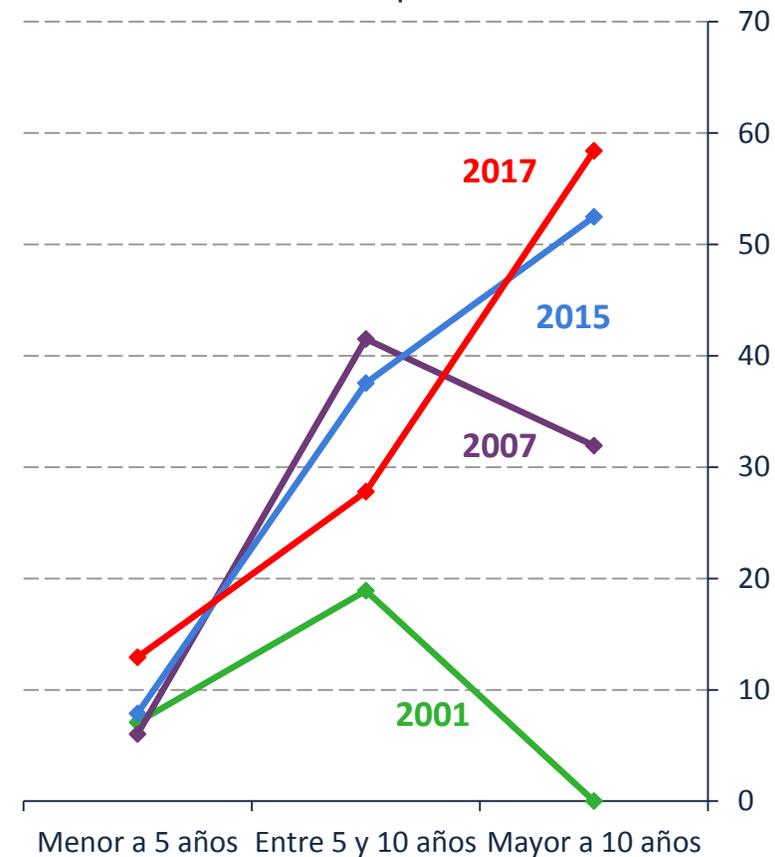
a.e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.
1/ Capítulo Técnico Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2010: Cambio en el Sistema Nominal de la Economía Mexicana a Principios de la Década de los 2000. Se muestra que a partir de octubre de 2001 la inflación empezó un proceso estacionario [I(0)]. Fuente: Banco de México.

**Plazo Promedio Ponderado:
Bonos del Gobierno**
Años



Fuente: Banco de México y Bloomberg.

**Colocaciones Internas de Mediano Plazo de
Empresas Privadas no Financieras**
Miles de millones de pesos de noviembre

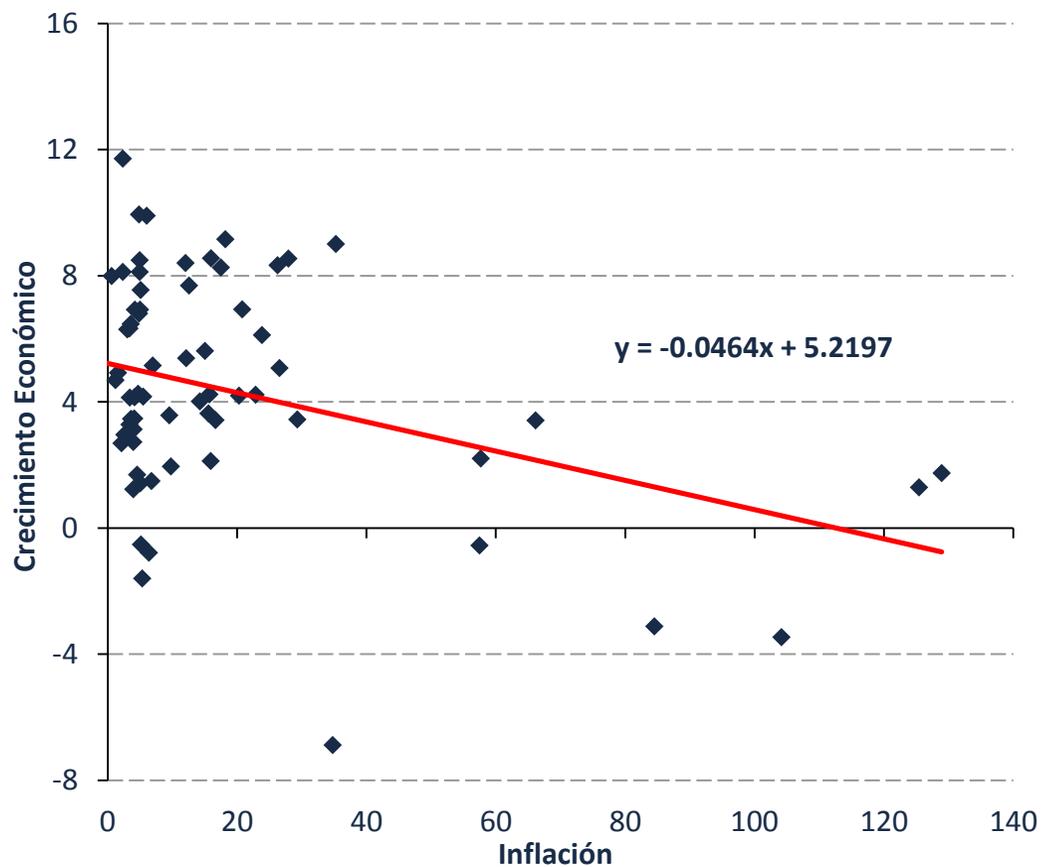


Fuente: Banco de México.

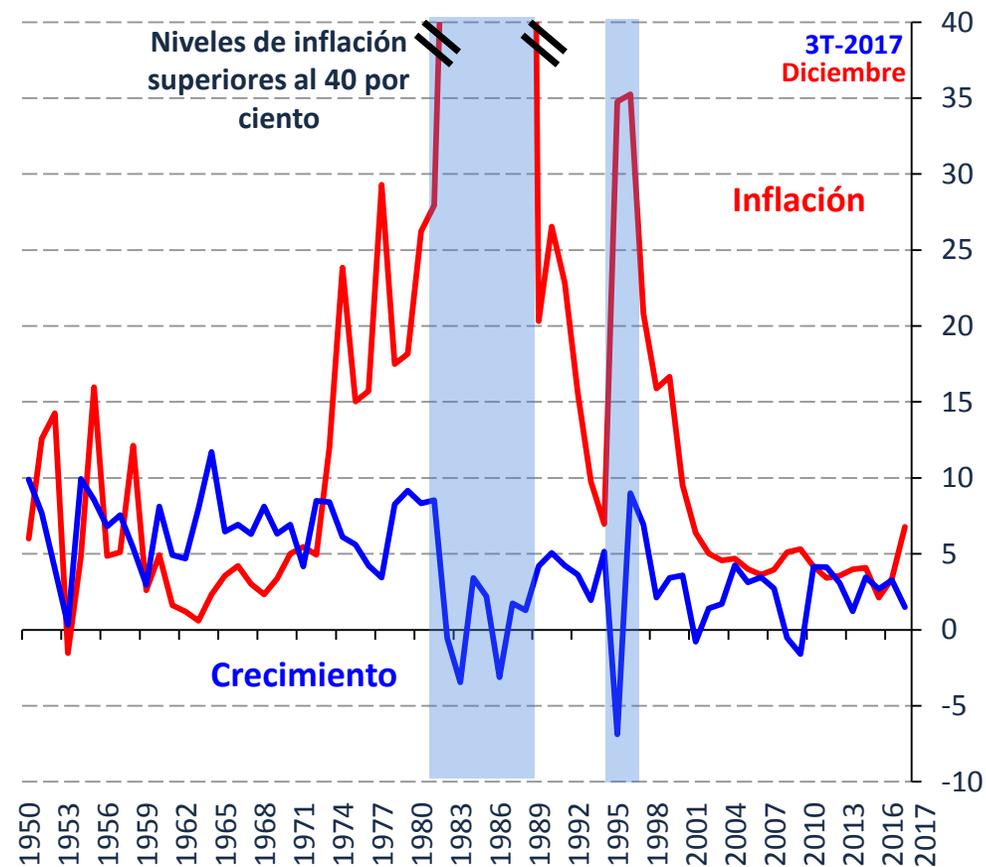
La inflación afecta al crecimiento económico y el empleo.

México: Crecimiento Económico e Inflación: 1950-2017

Variación % anual



Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, Banco de México e INEGI.

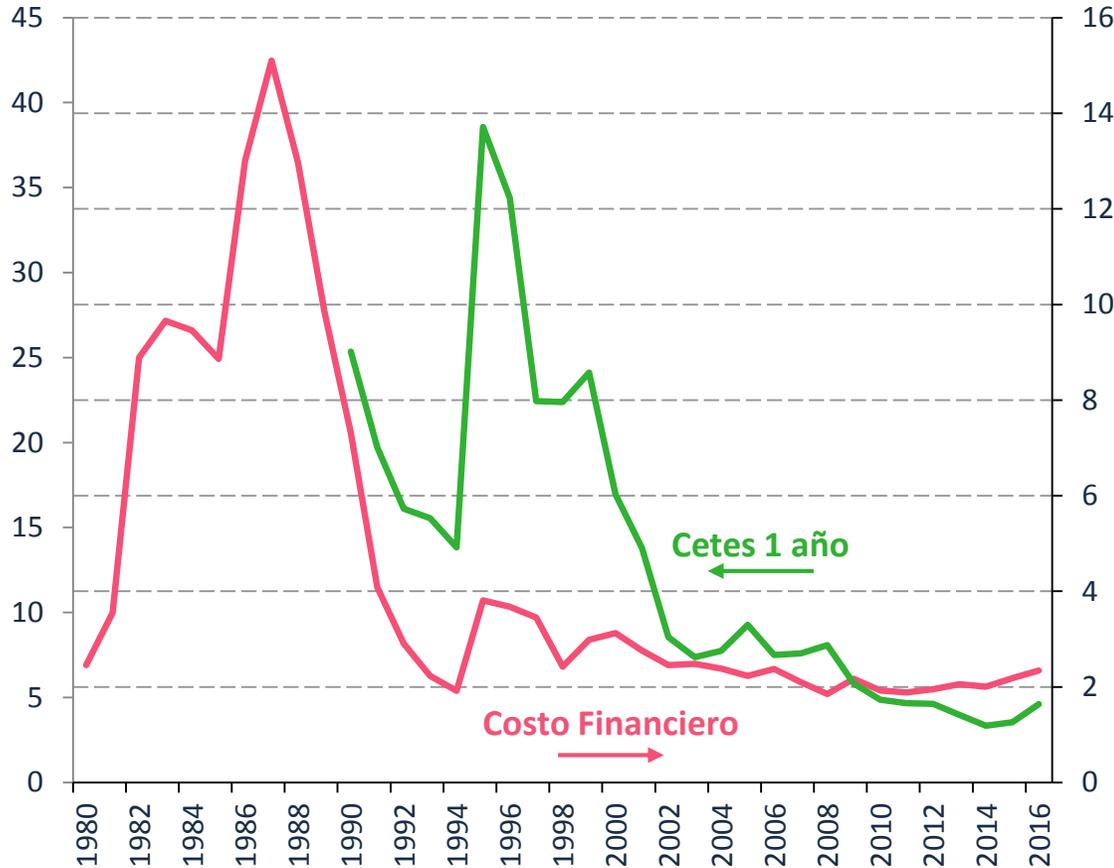


Nota: Las áreas sombreadas representan periodos de alta inflación y contracción de la actividad económica.

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, Banco de México e INEGI.

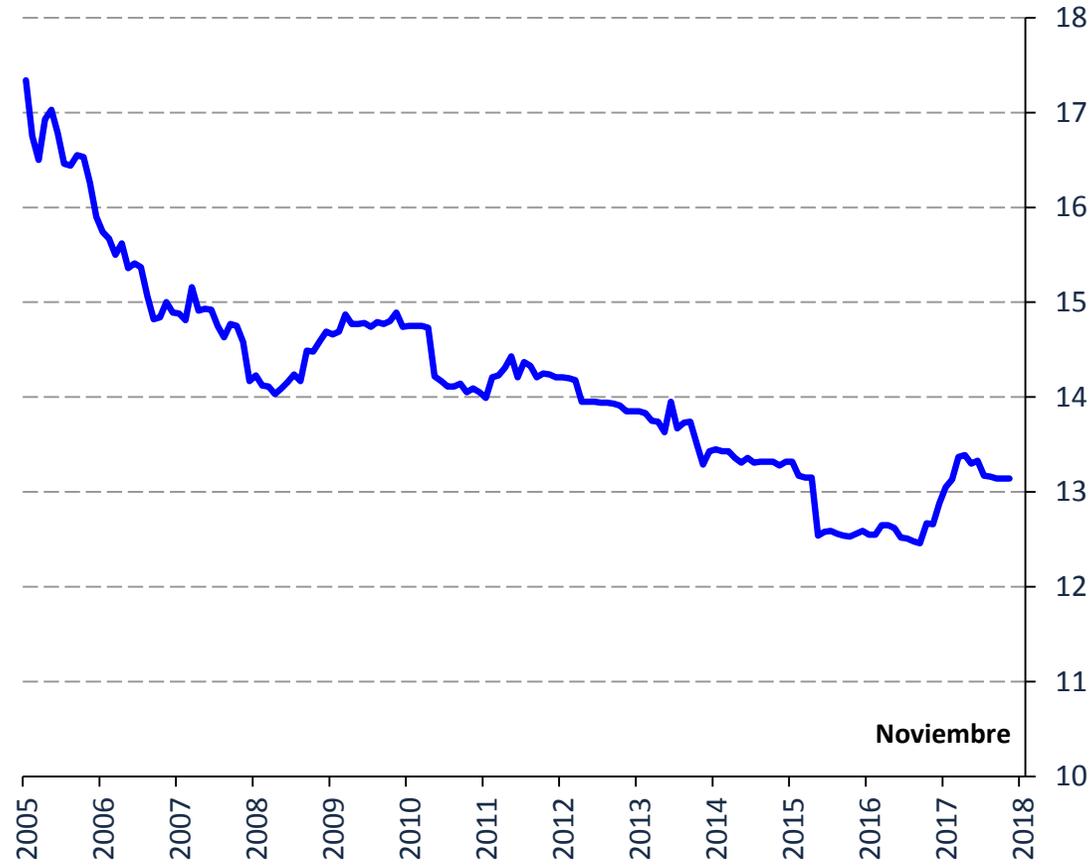
Una inflación baja reduce el costo de financiamiento y promueve los proyectos productivos.

Costo Financiero y Tasa de Cetes 1 Año
% del PIB, %



Fuente: Banco de México e INEGI.

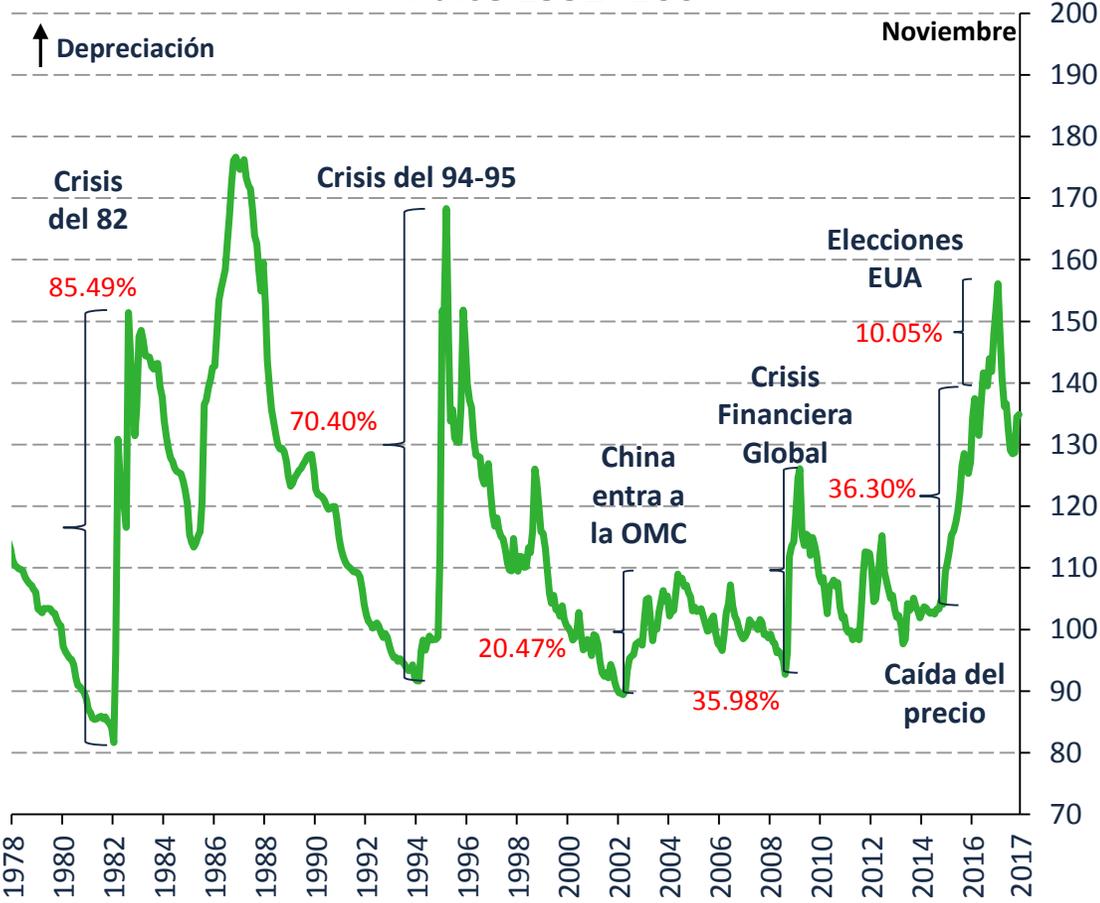
Costo Anual Total del Crédito Hipotecario en México 1/
%



1/ Indicador que resume el costo anual total del crédito y comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. Incluye bancos y Sofoles.
Fuente: Banco de México.

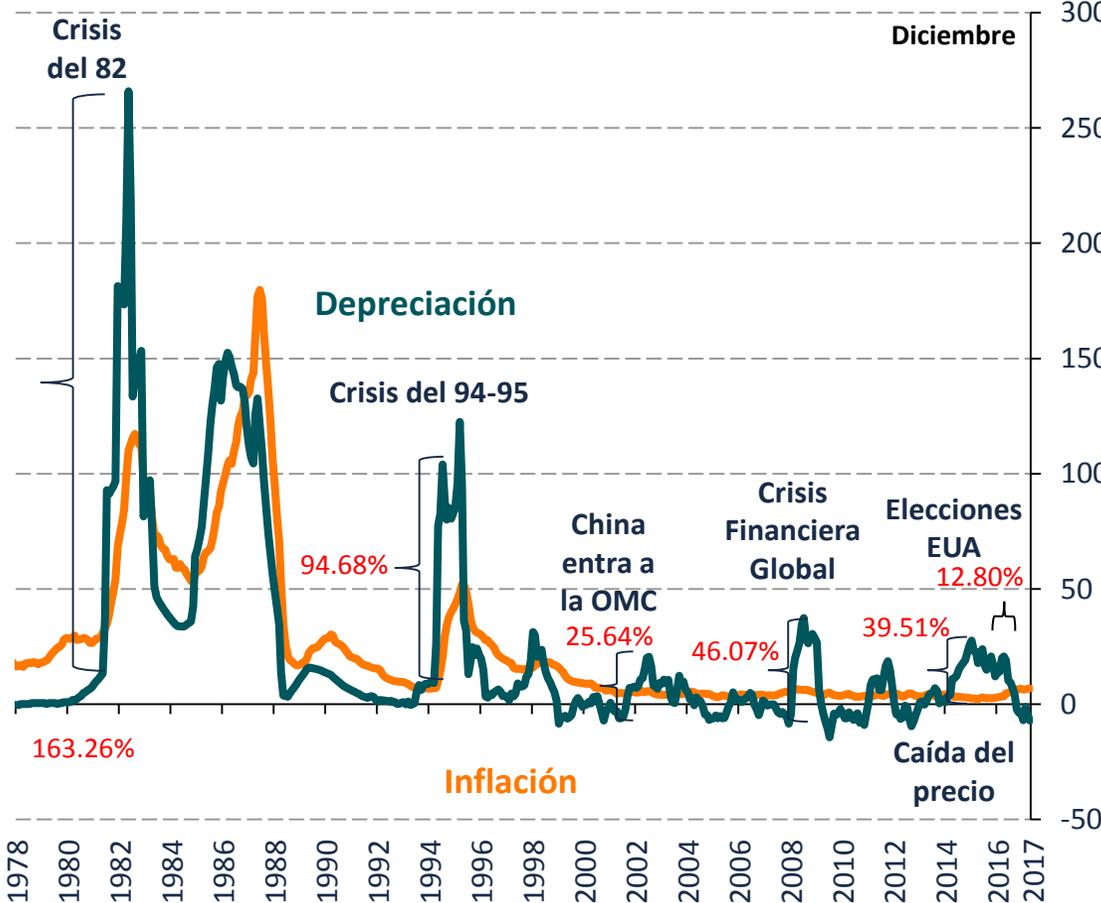
El esquema de objetivos de inflación y el régimen de tipo de cambio flexible, han contribuido a un mejor funcionamiento del sistema nominal de la economía y a un mejor desempeño de la actividad económica.

**Tipo de Cambio Real Bilateral
Entre México y Estados Unidos**
Índice 1992=100



Fuente: Bureau of Labor Statistics, INEGI y Banco de México

Inflación General y Tasa de Depreciación Nominal
Variación % anual



Fuente: Banco de México e INEGI.

Índice

1 **Importancia de la Estabilidad de Precios**

2 **Entorno Externo**

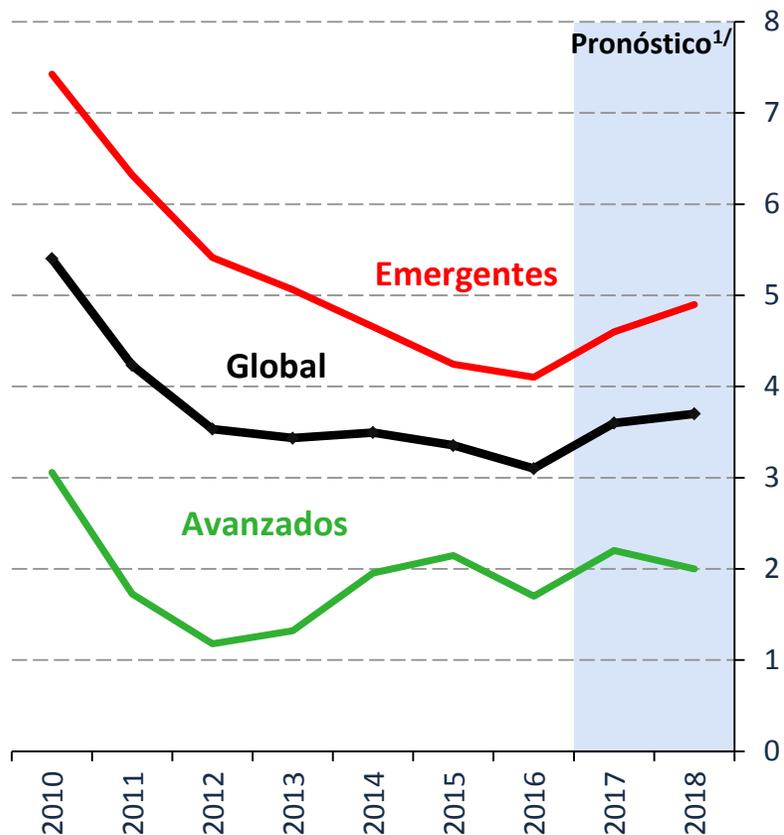
3 **Economía Mexicana**

3.1 **Evolución de la Actividad Económica**

3.2 **Inflación y Política Monetaria Reciente**

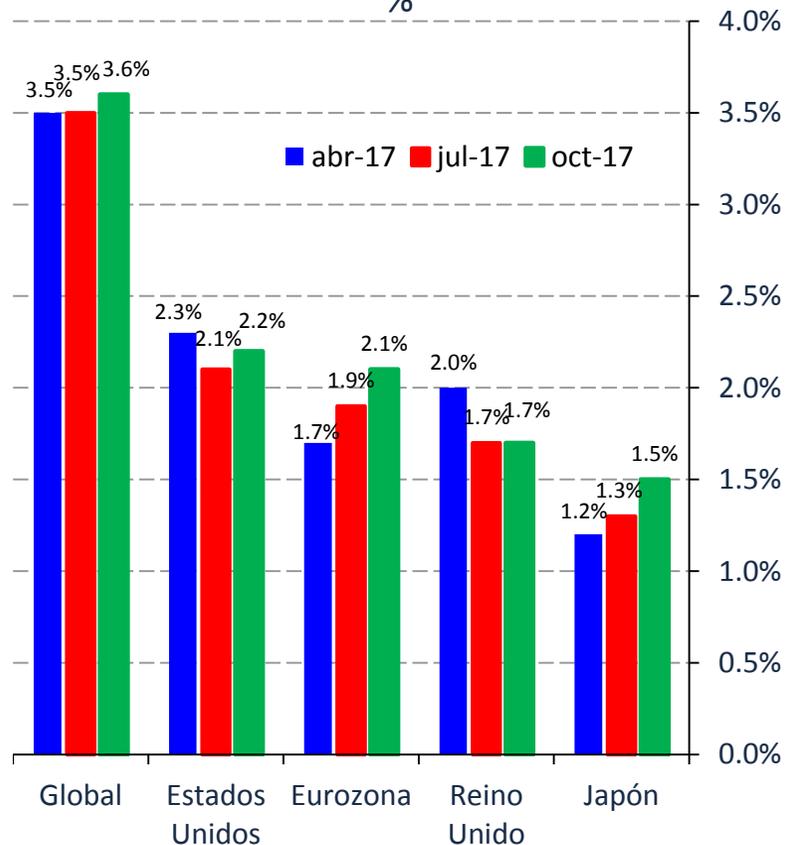
Si bien la recuperación de la economía mundial tras la crisis financiera global ha sido lenta, en los últimos trimestres esta se ha expandido de manera generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y se prevé que para 2018 mantenga una moderada expansión.

Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial
Variación % anual



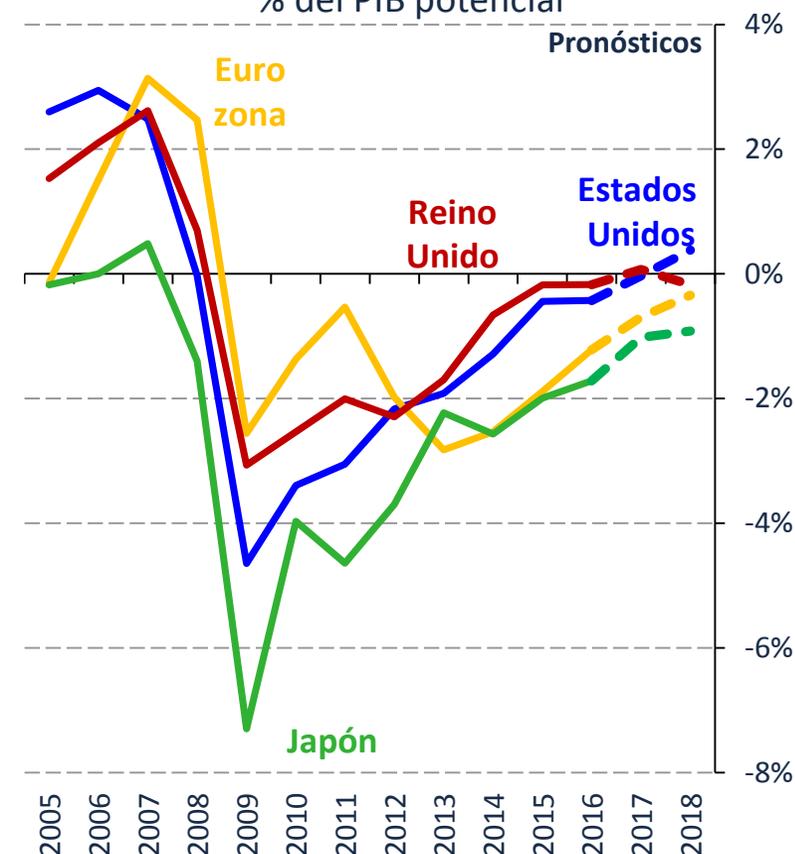
1/ Se refiere a los pronósticos del WEO de octubre 2017.
Fuente: FMI, WEO octubre 2017.

Pronóstico de Crecimiento Económico Anual para 2017
%



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

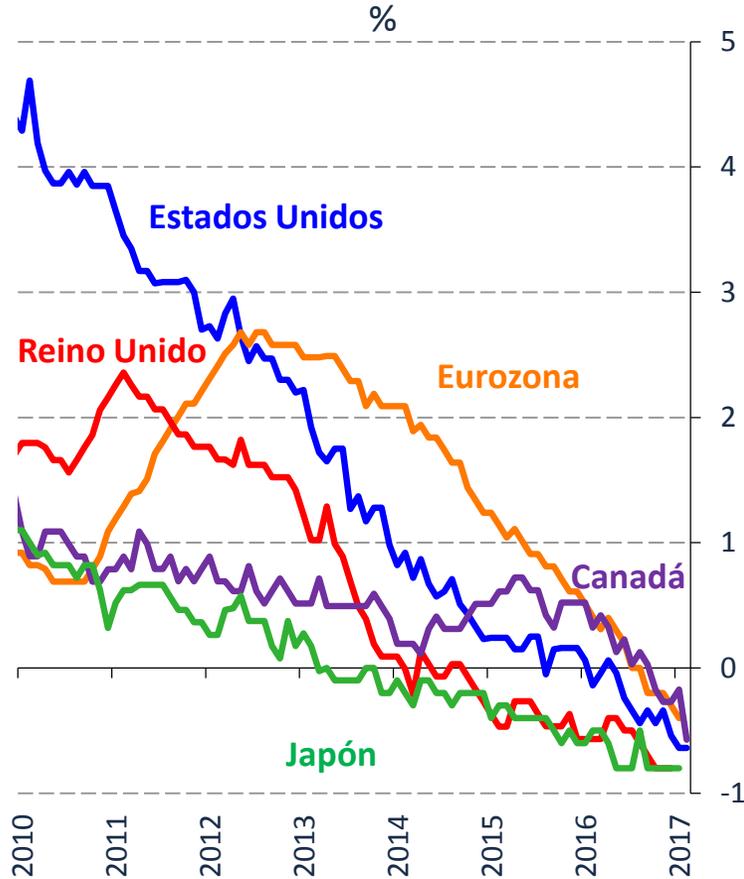
Brecha del Producto de Países Seleccionados 2/
% del PIB potencial



2/ El modelo se estima a través de un sistema de ecuaciones múltiples que explican la distancia entre el PIB realizado y el PIB potencial como el resultado de tres tipos de shocks, a: (1) el nivel de inflación, (2) la tasa de desempleo y (3) a las expectativas de crecimiento e inflación. Fuente: Fondo Monetario Internacional.

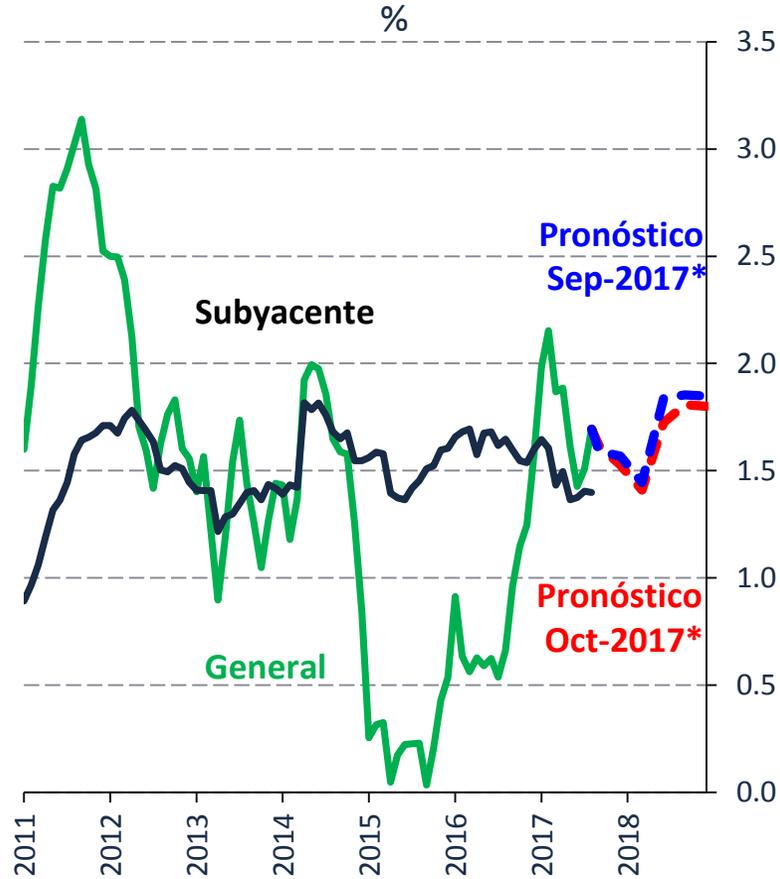
A pesar de la reducción en las tasas de desempleo en las principales economías avanzadas, la inflación se ha mantenido en niveles moderados y por debajo de su meta. Se prevé que la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas continúen avanzando en normalizar su postura monetaria.

Brecha de la Tasa de Desempleo de Economías Avanzadas



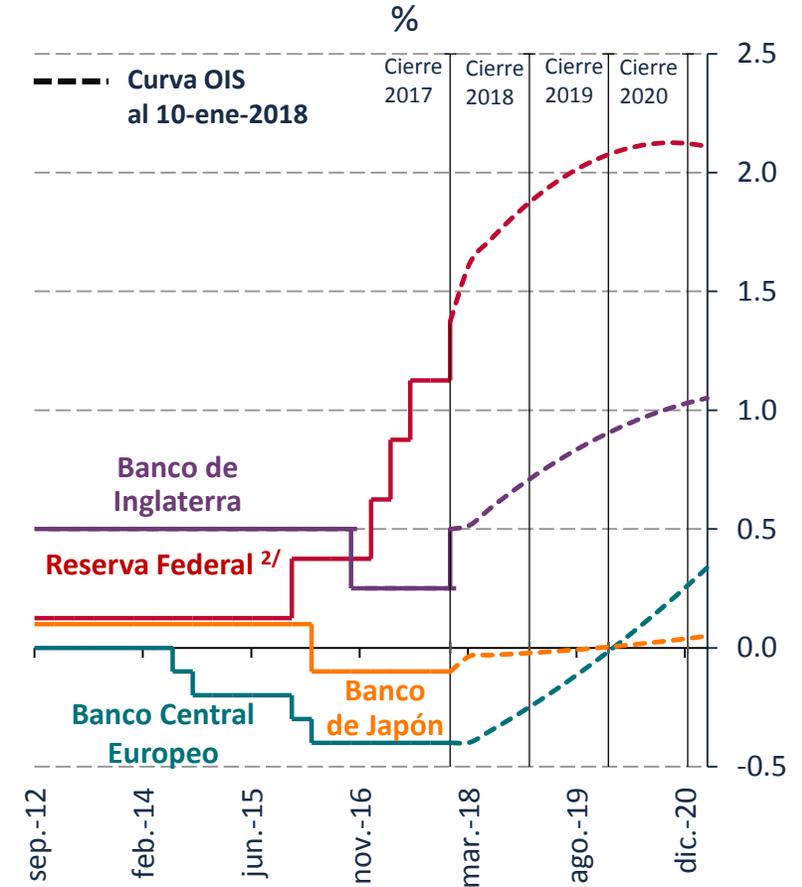
Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de San Luis y OCDE.
 Nota: Se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo y la tasa natural de desempleo. El último dato para Estados Unidos y Japón es noviembre; para el resto de los países es octubre.

Evolución y Pronósticos de Analistas sobre la Inflación General y Subyacente de Países del G-7



Nota: inflación anual medida a través del índice de precios al consumidor de países del G7 ponderada por PIB. *Pronósticos ponderados por PIB de la encuesta realizada por Bloomberg a analistas. Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Haver Analytics.

Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS 1/

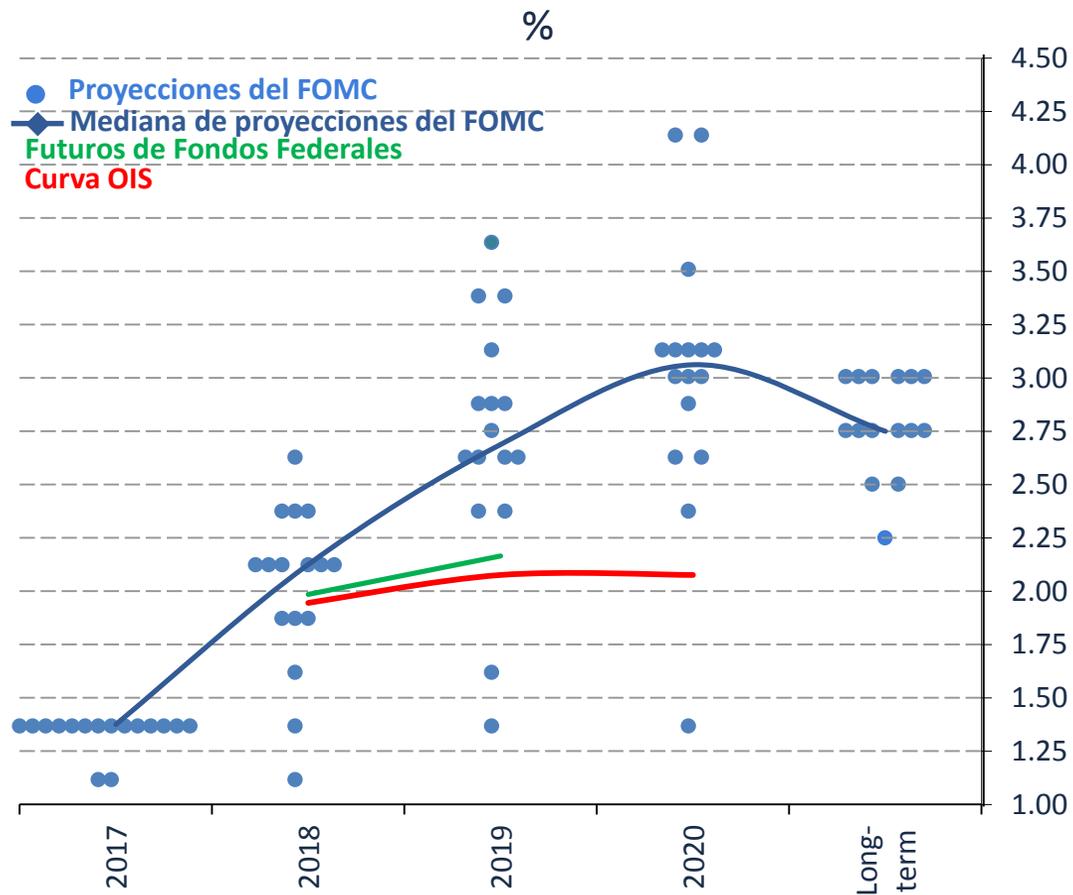


1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. 2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (1.00% - 1.25%). Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Si bien prevalecen las perspectivas de que en los próximos trimestres la Reserva Federal continuará con el proceso de normalización gradual de su política monetaria, hay mayor incertidumbre en cuanto a la trayectoria de las tasas de interés en el mediano plazo.

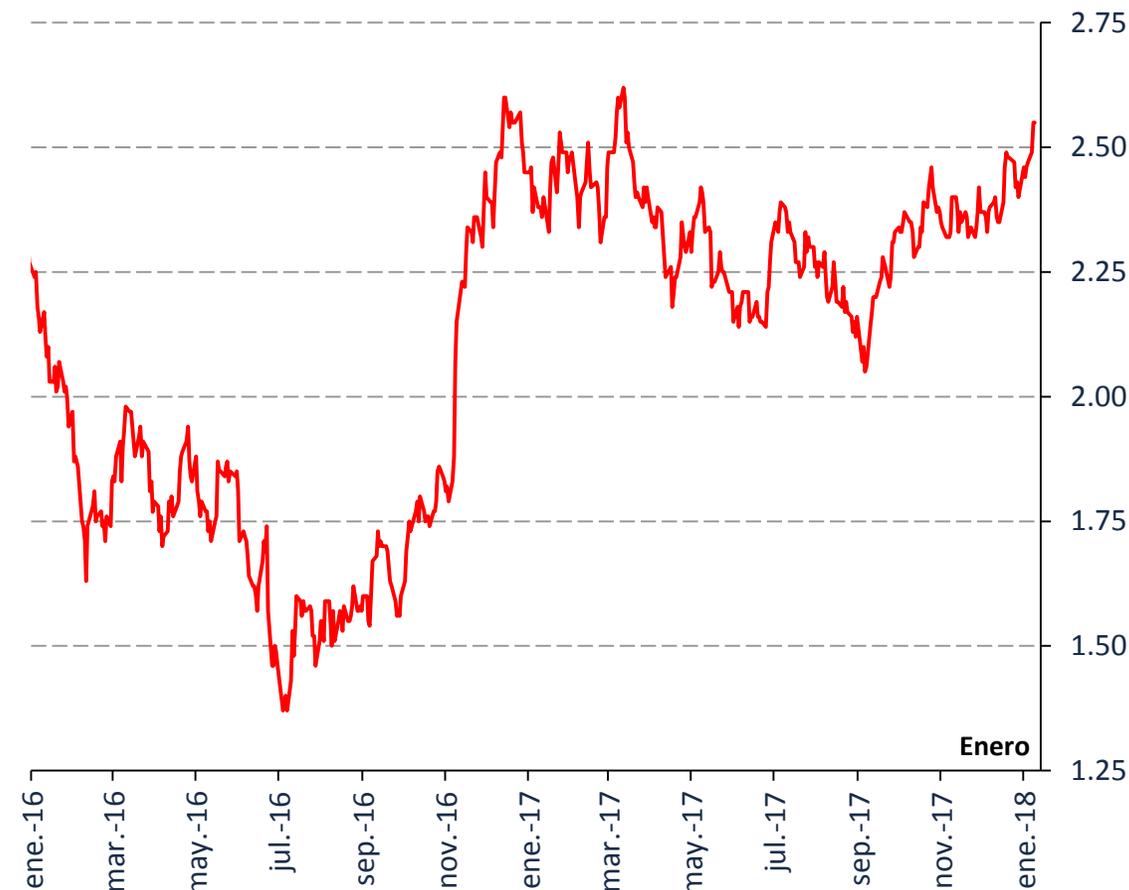
Estados Unidos

Expectativas de la Tasa de Referencia para Plazos Seleccionados



Fuente: Bloomberg y FOMC.

Tasa de Interés a 10 Años de Bonos Gubernamentales



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

■ El entorno para las economías emergentes tiene 3 retos importantes:

① Reducción de los precios de las materias primas:

- ✓ *Choque de términos de intercambio.*
- ✓ *Reducción de ingresos fiscales.*
- ✓ *Afectación al crecimiento (potencial y cíclico).*

② Normalización de las posturas monetarias en las economías avanzadas:

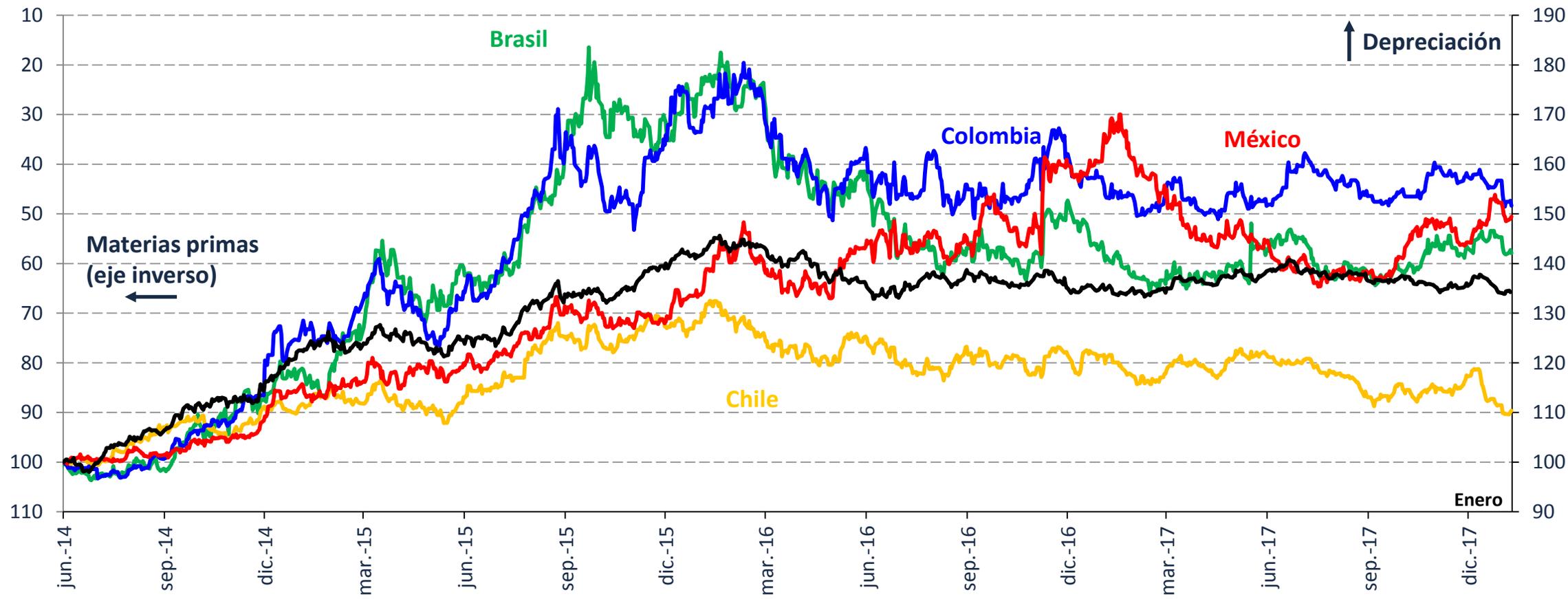
- ✓ *Incrementos de tasas de interés por parte de la Reserva Federal.*
- ✓ *Si bien el escenario central considera aumentos de tasas de interés graduales, el balance de riesgos se ha tornado más incierto.*

③ Revisión del modelo de integración global:

- ✓ *Renegociación TLCAN.*
- ✓ *Menor convergencia en políticas públicas (política fiscal, ambiental, cooperación, etc.).*

En los últimos años las monedas de economías emergentes han mostrado volatilidad y una tendencia a la depreciación, reflejando la caída del precio de las materias primas, la perspectiva de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y los efectos de la revisión al modelo de integración global y regional.

Tipo de Cambio Nominal y Precios de Materias Primas ^{1/}
 Índice 2-jun-2014=100



^{1/} Tipo de cambio con respecto al dólar. Fuente: Emerging Portfolio Fund Research, Haver Analytics, Bloomberg.

Índice

1 **Importancia de la Estabilidad de Precios**

2 **Entorno Externo**

3 **Economía Mexicana**

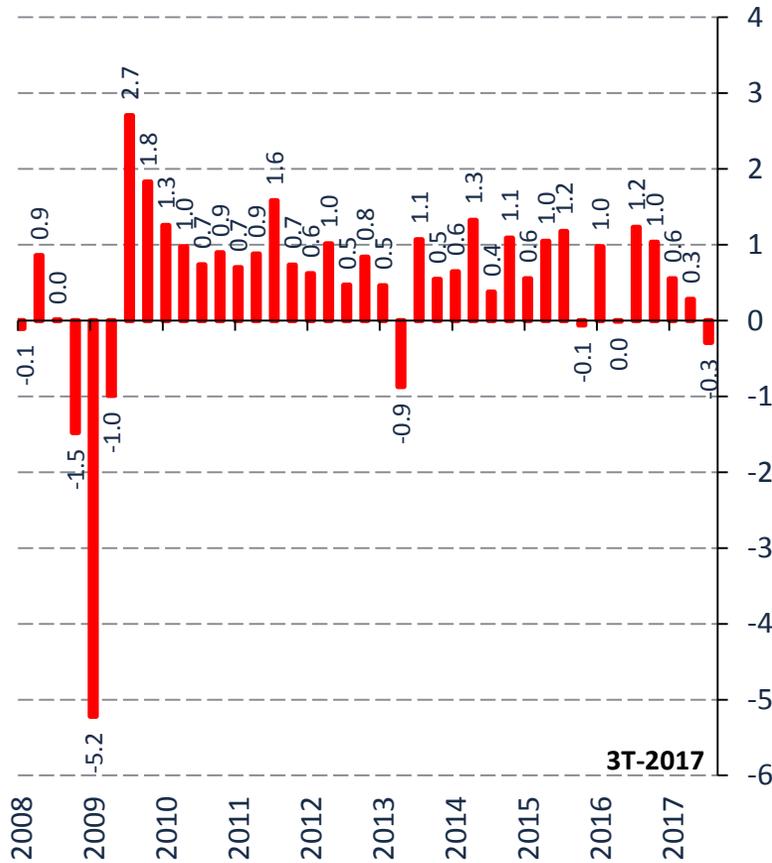
3.1 **Evolución de la Actividad Económica**

3.2 **Inflación y Política Monetaria Reciente**

El crecimiento de la economía mexicana durante 2017 se desaceleró respecto a lo registrado en los años previos, si bien ha mostrado resiliencia ante el entorno externo adverso que ha enfrentado.

Producto Interno Bruto

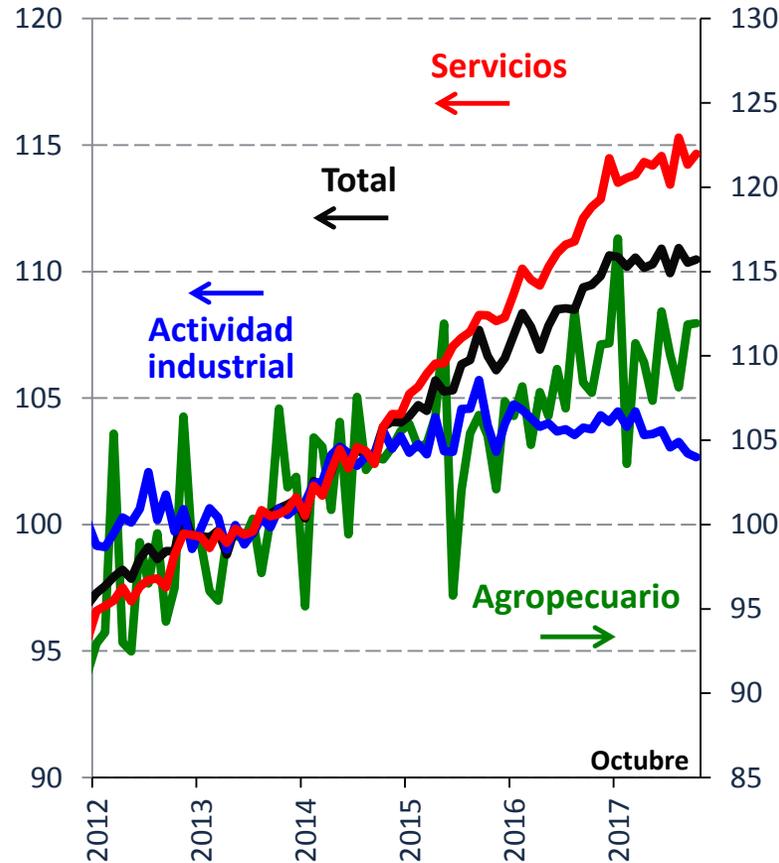
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Indicador Global de la Actividad Económica

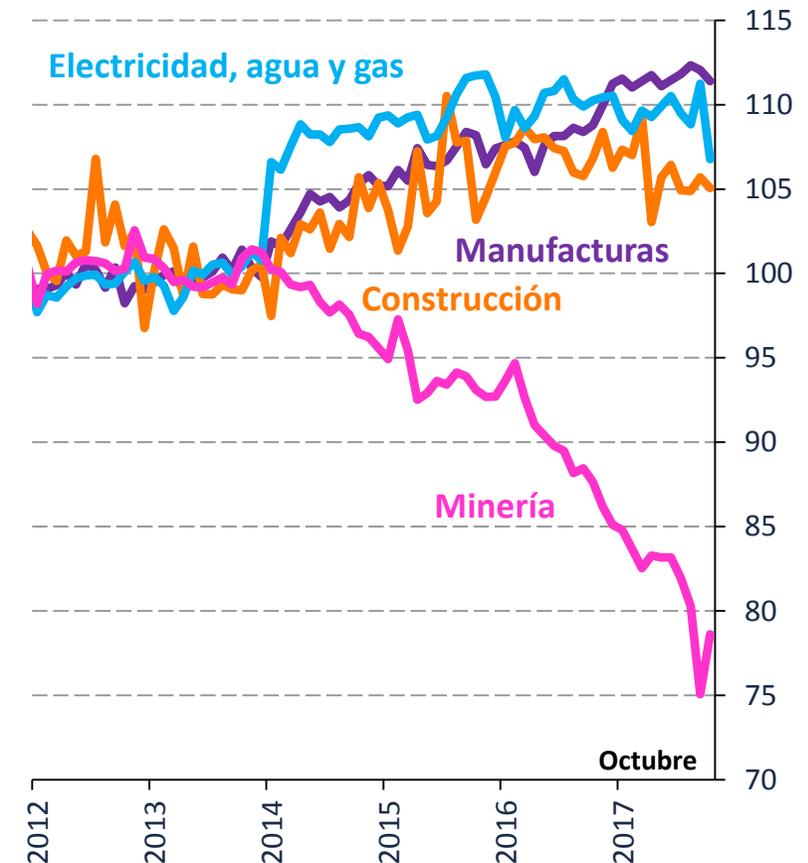
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Actividad Industrial

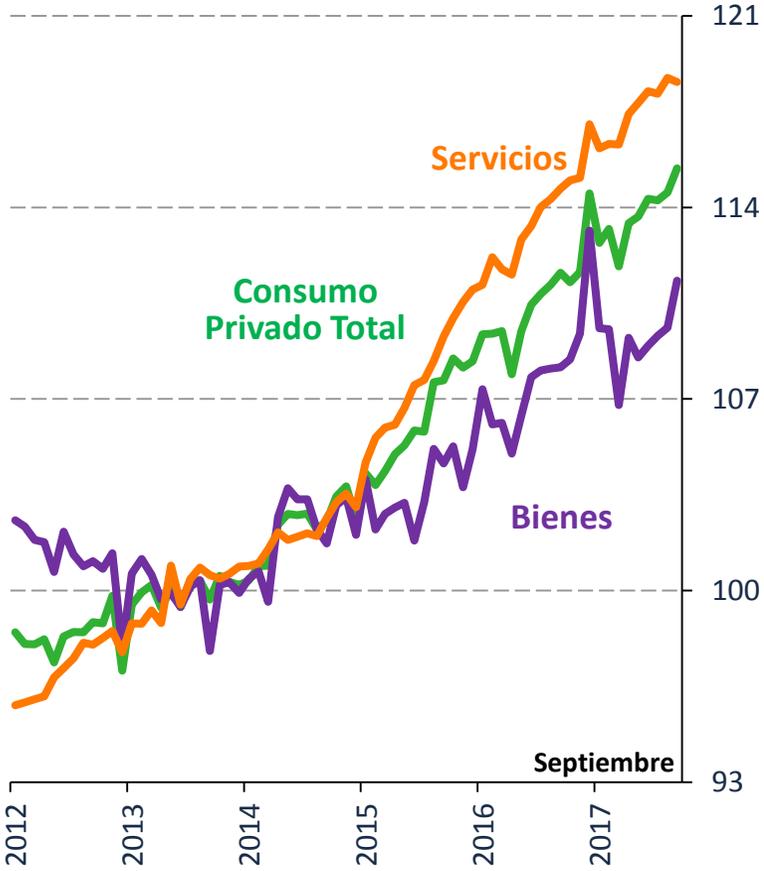
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

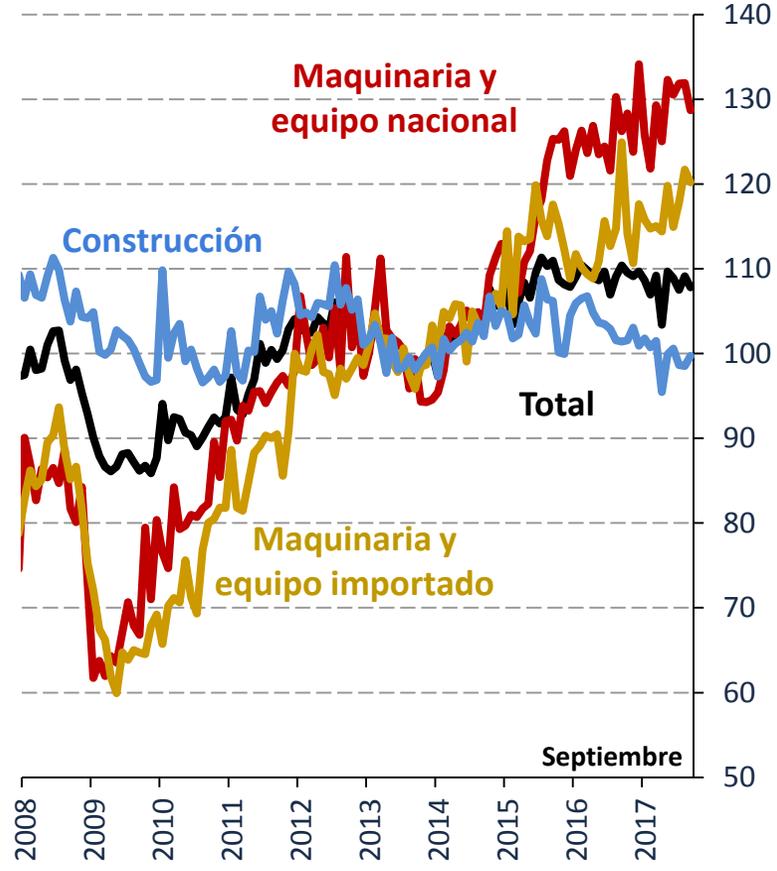
El consumo ha mostrado una desaceleración incipiente mientras que ha prevalecido la atonía que la inversión ha venido mostrando.

Indicador Mensual del Consumo Privado y sus Componentes
Índices 2013 = 100, a. e.



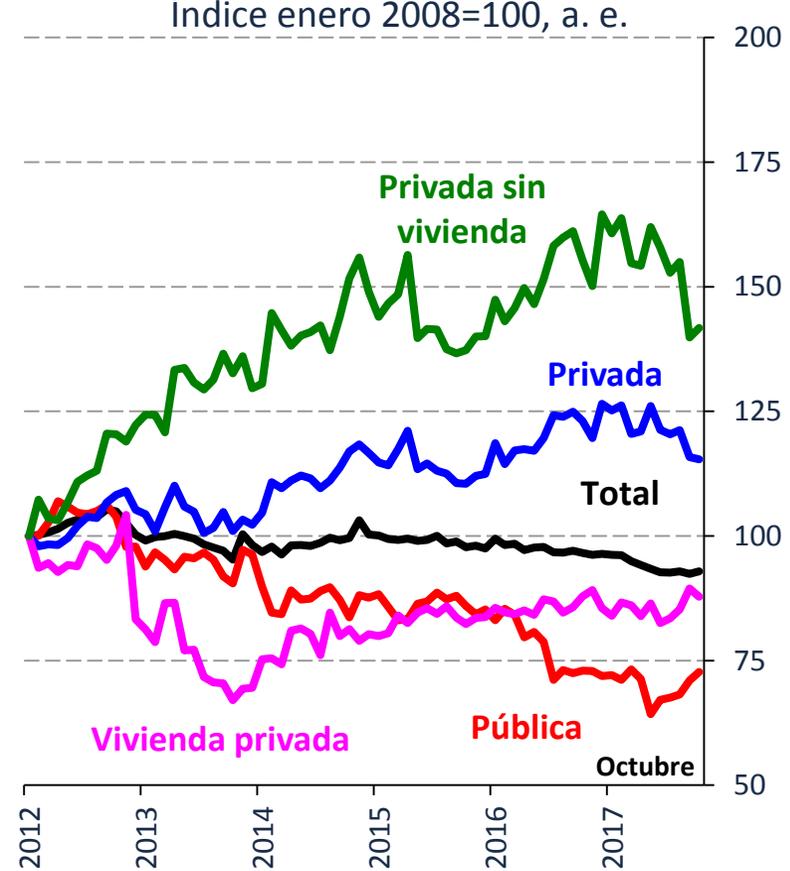
a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: SCNM, INEGI.

Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



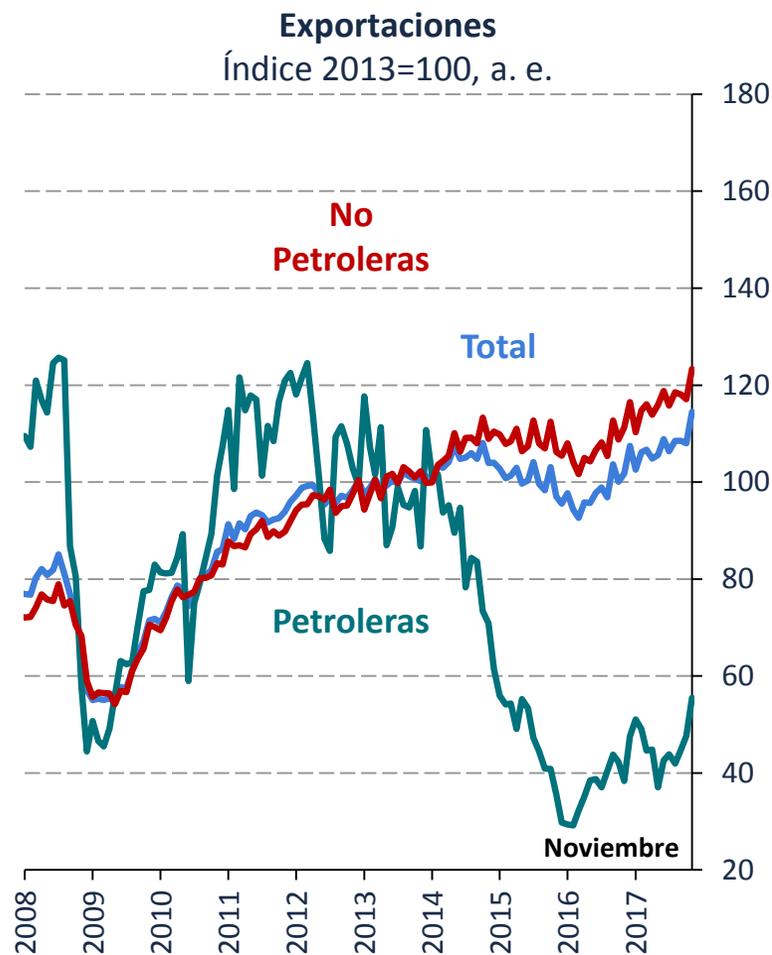
a. e./ Serie con ajuste estacional.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante 1/
Índice enero 2008=100, a. e.

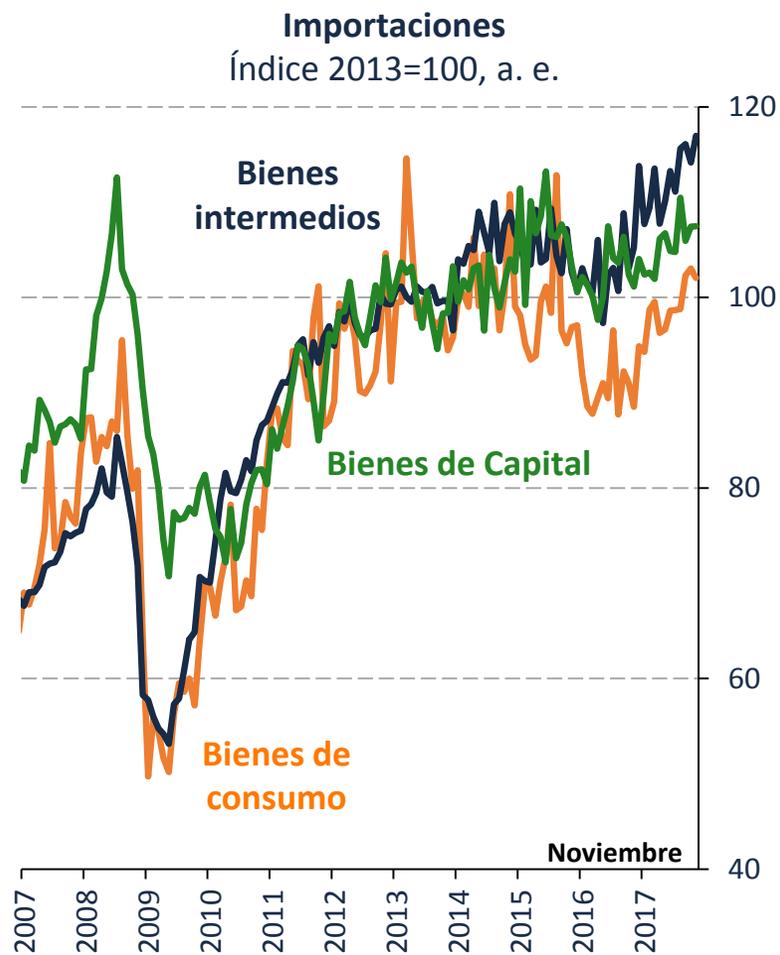


a. e./ Serie con ajuste estacional.
1/ Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la ENEC, INEGI.

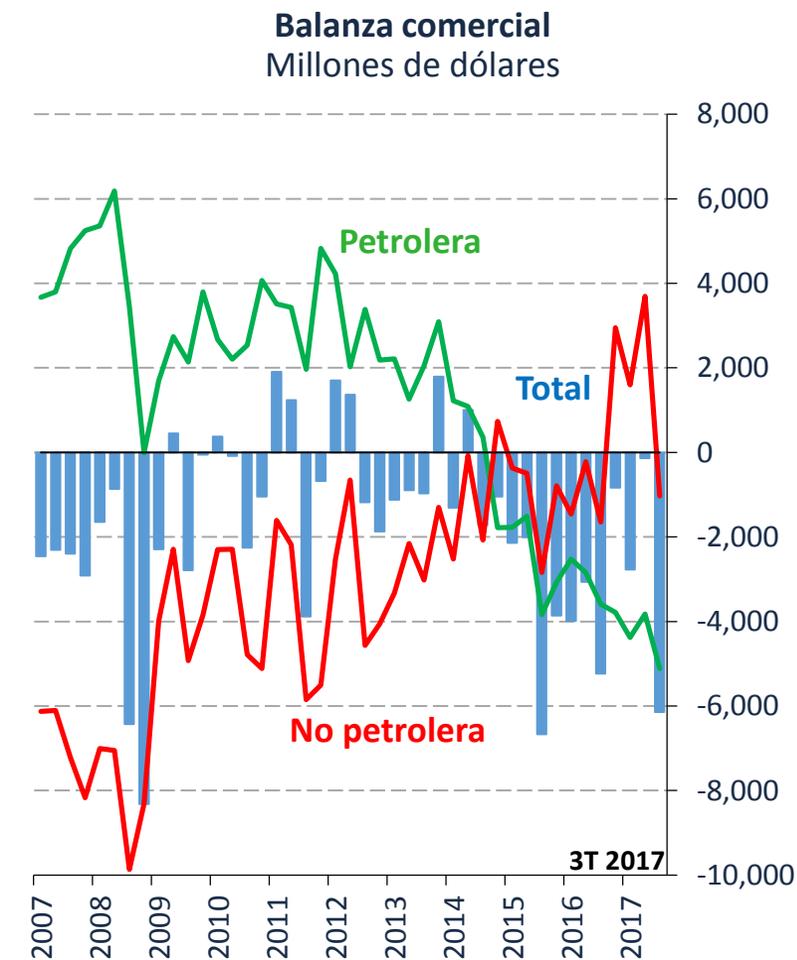
Las cuentas externas del país muestran una ampliación del déficit de la balanza comercial petrolera y una importante reducción de la no petrolera.



a. e./ Serie con ajuste estacional.
Fuente: Banco de México.



a. e./ Serie con ajuste estacional.
Fuente: SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.



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

Índice

1 **Importancia de la Estabilidad de Precios**

2 **Entorno Externo**

3 **Economía Mexicana**

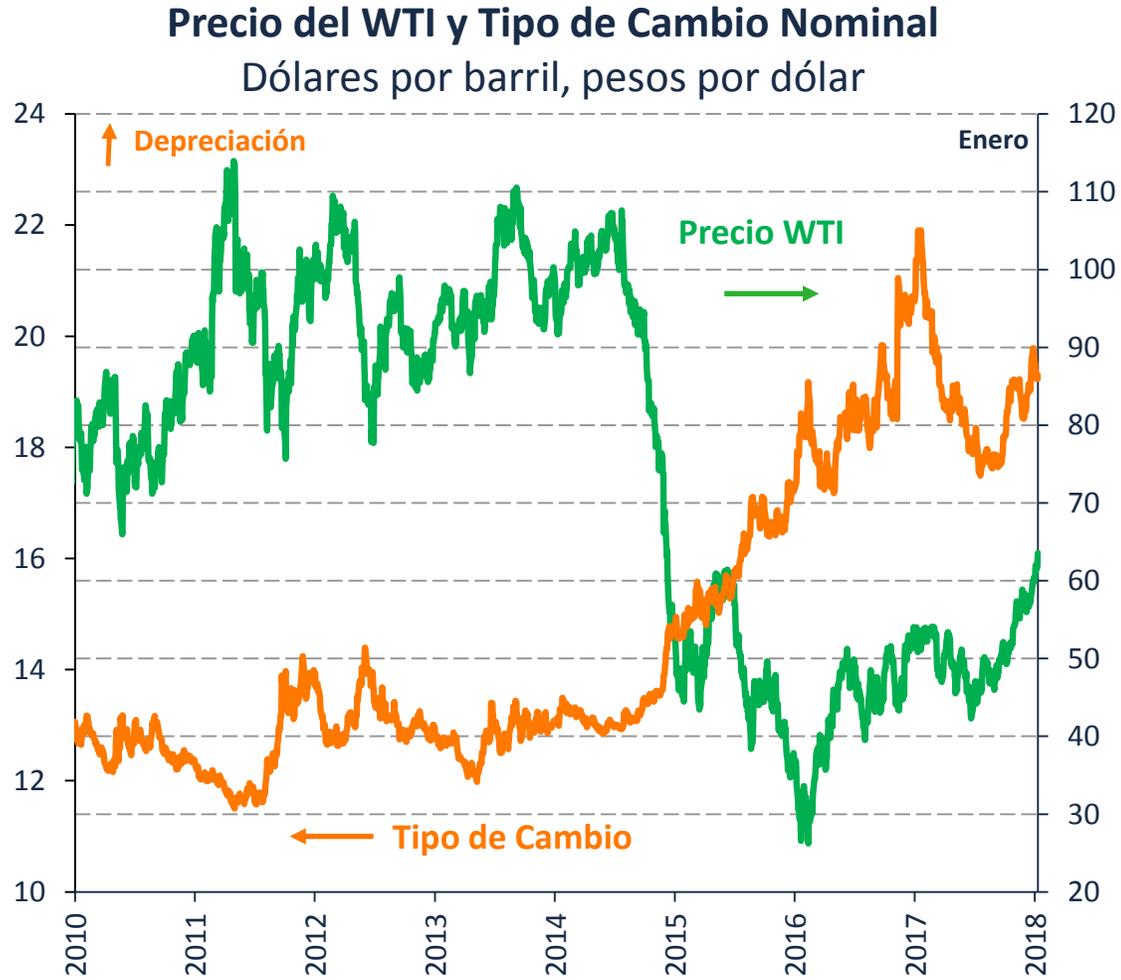
3.1 **Evolución de la Actividad Económica**

3.2 **Inflación y Política Monetaria Reciente**

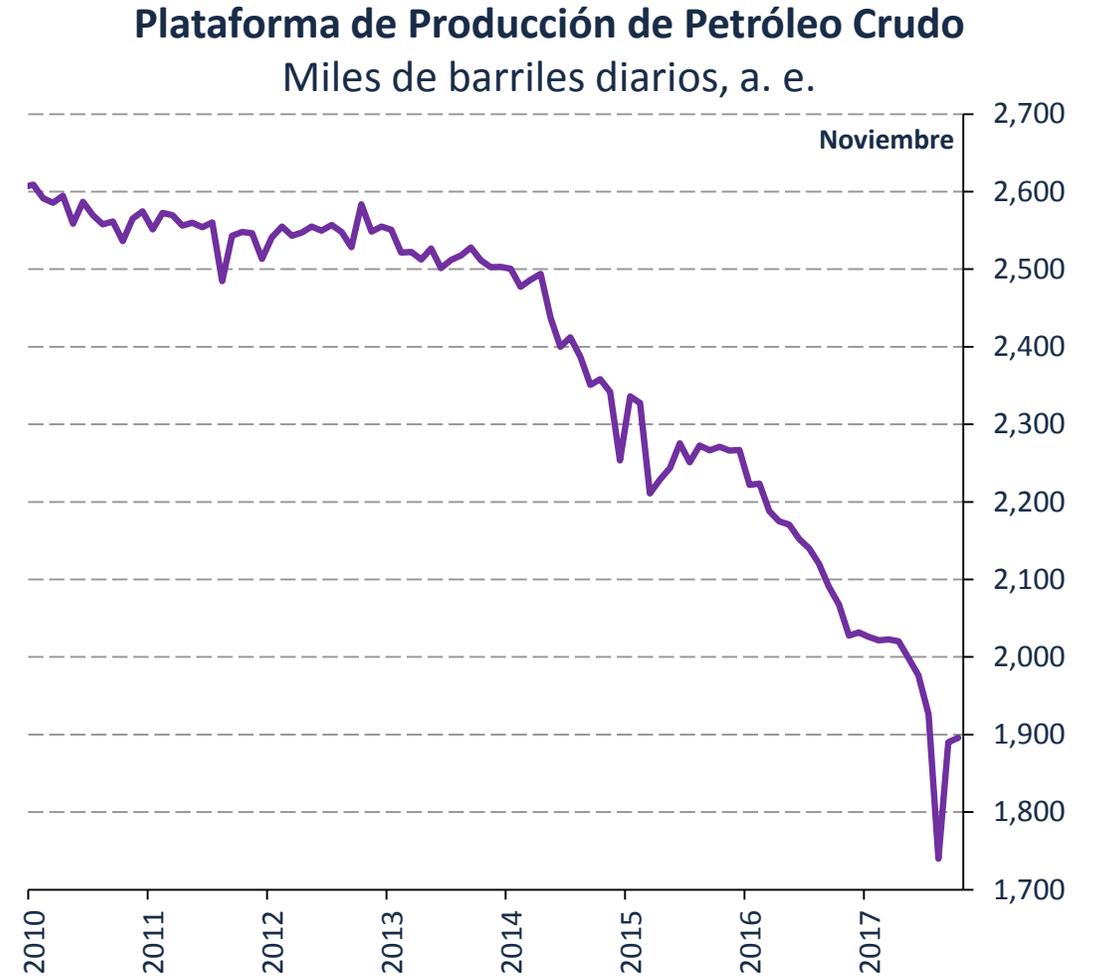
La economía mexicana ha enfrentado desde 2014 diversos choques.

- 1 Reducción en los precios del petróleo y en la producción de crudo.
- 2 Aumento en las tasas de interés externas.
- 3 Incertidumbre en torno a la relación bilateral México-EUA.
- 4 Aumentos en los precios de algunos energéticos (gasolinas, gas LP y natural) y algunas frutas y verduras.

1 La caída de los precios del petróleo a finales de 2014 implicó un deterioro de los términos de intercambio de México. Adicionalmente, se presentó una disminución en la plataforma de producción de petróleo.



Fuente: Bloomberg y Banco de México.



a. e./ Serie con ajuste estacional.

Fuente: Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de PEMEX.

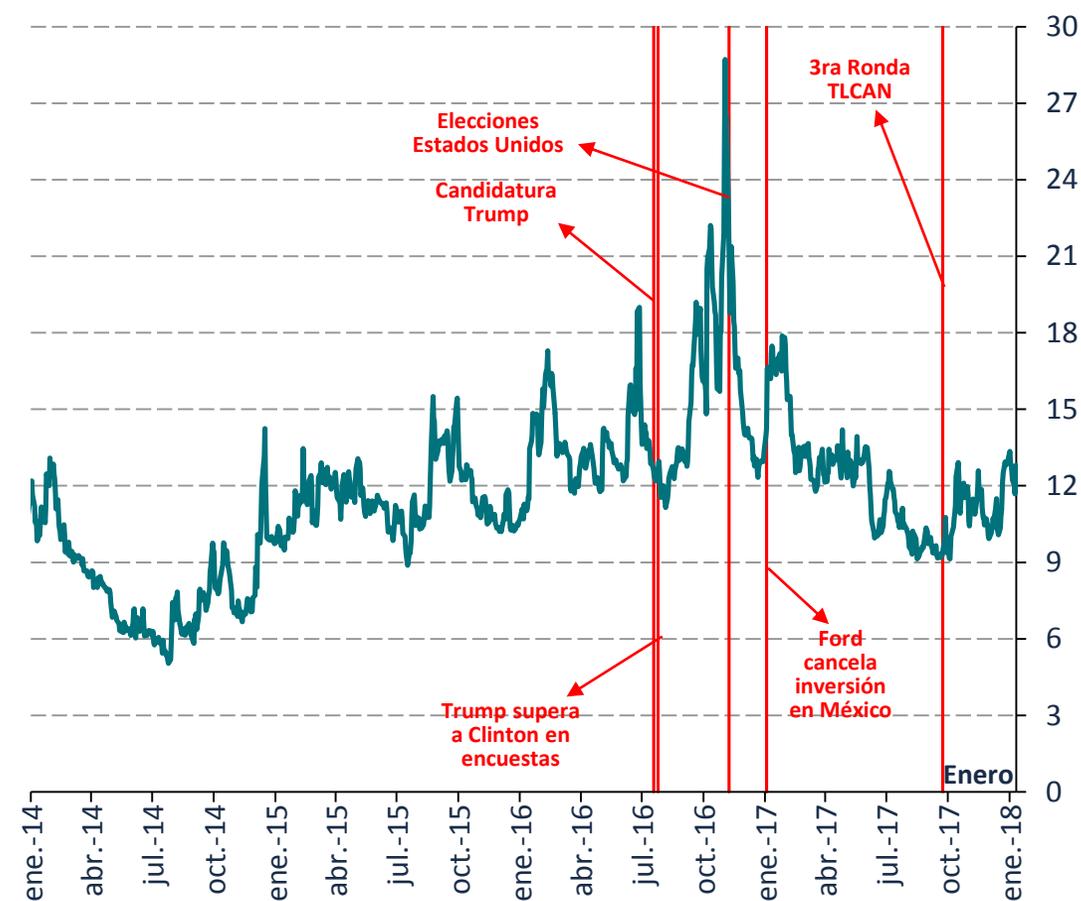
A la depreciación que registró el peso ante la caída del precio del petróleo se sumó una caída de la moneda nacional durante el proceso electoral en EUA y las rondas de negociación del TLCAN. Asimismo, durante dichos procesos la cotización de la moneda nacional registró una elevada volatilidad.

Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} Se refiere al tipo de cambio FIX.
Fuente: Banco de México.

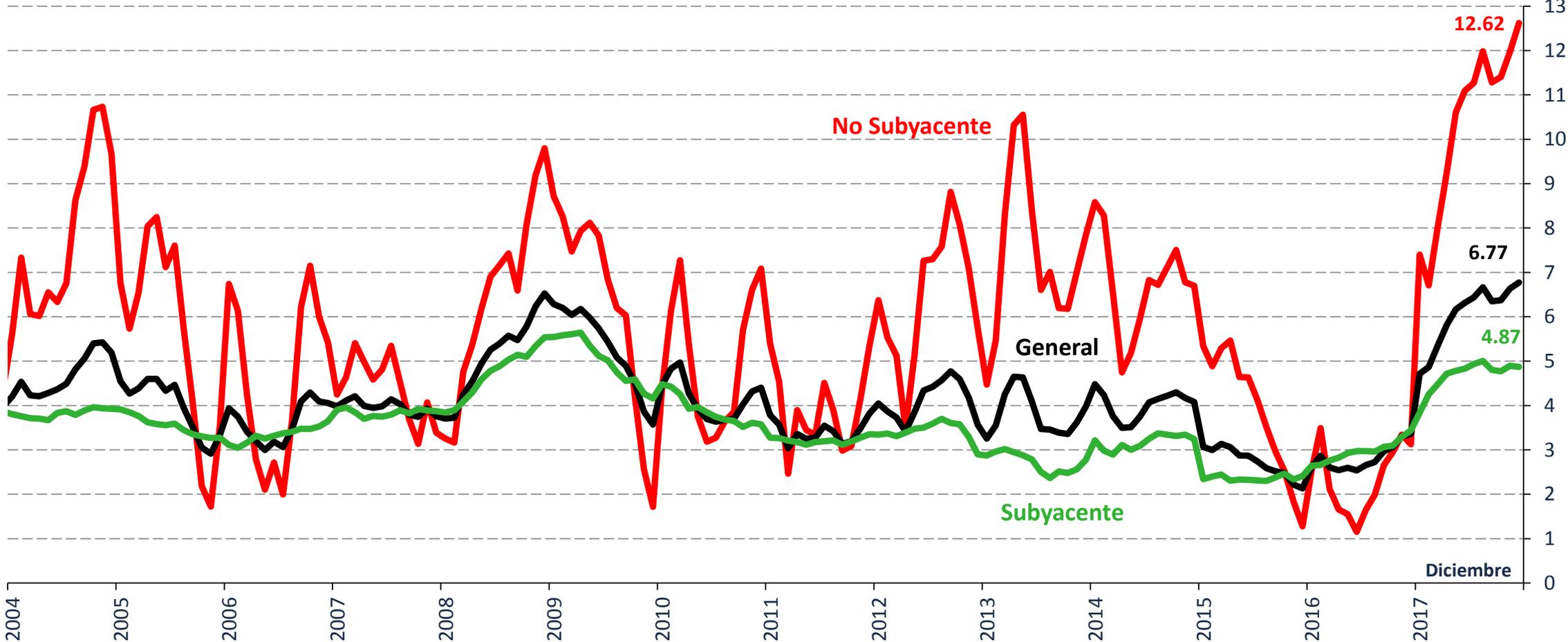
Volatilidad del Peso ^{2/}
%



^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a 1 mes.
Fuente: Bloomberg.

La inflación general anual se incrementó desde inicios de 2017 al ser afectada por diversos choques, ubicándose en 6.77 por ciento en diciembre.

Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación % anual



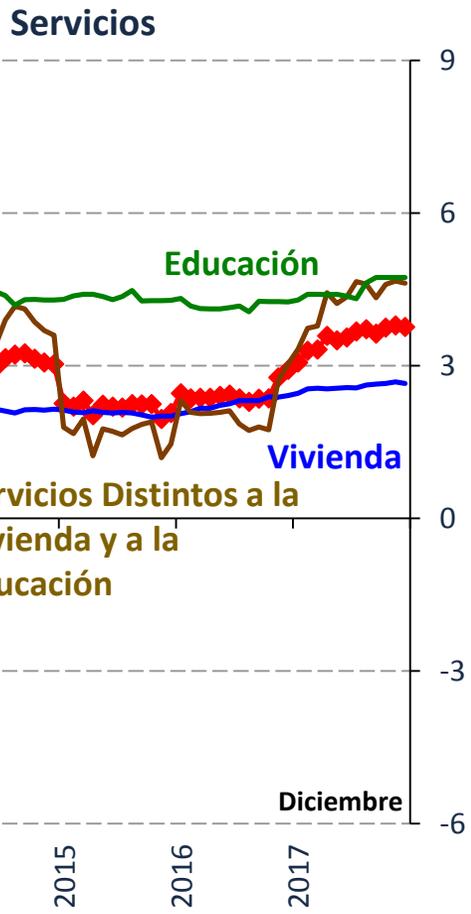
Fuente: Banco de México and INEGI.

La inflación subyacente ha estado reflejando el cambio en precios relativos derivado de la depreciación acumulada del tipo de cambio y los efectos indirectos de los aumentos de los precios de los energéticos.

Índice de Precios Subyacente
Variación % anual

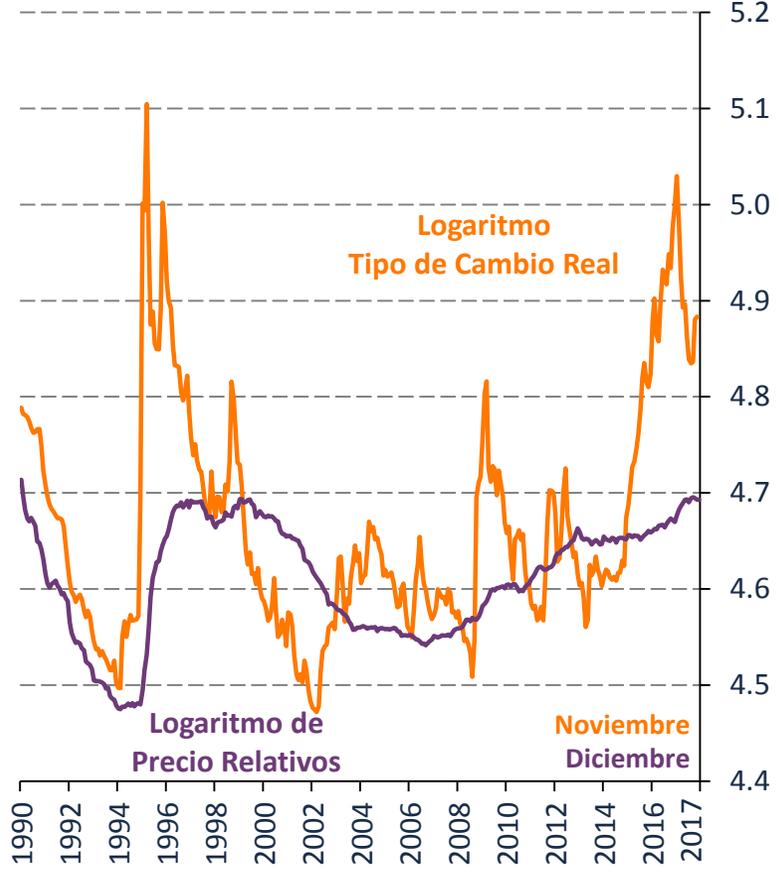


Fuente: Banco de México e INEGI.



Fuente: Banco de México e INEGI.

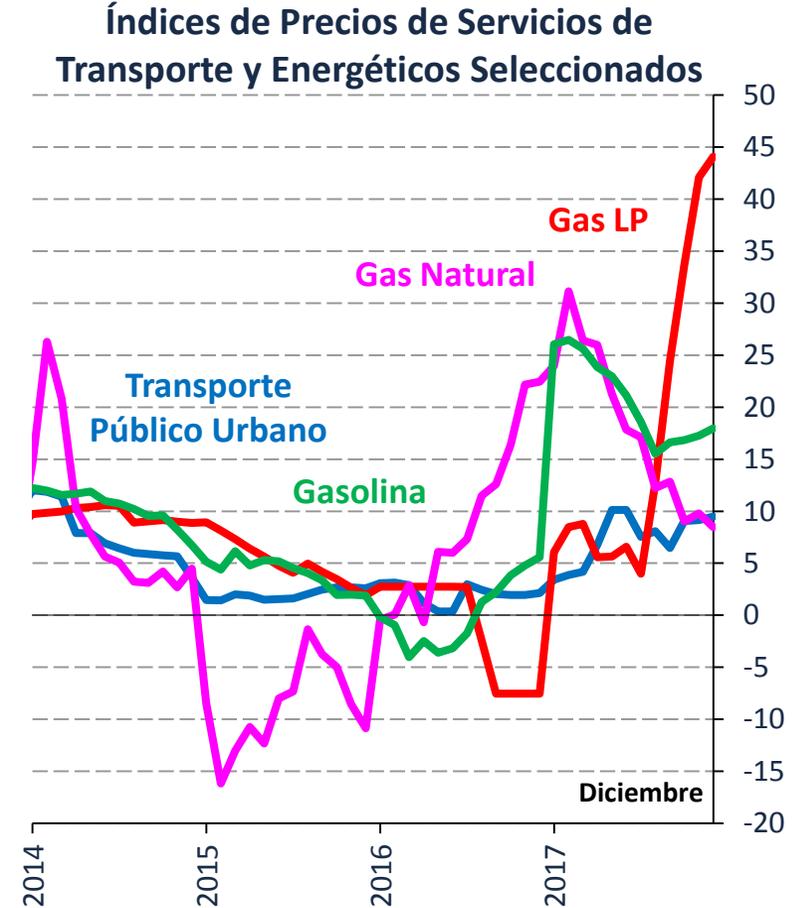
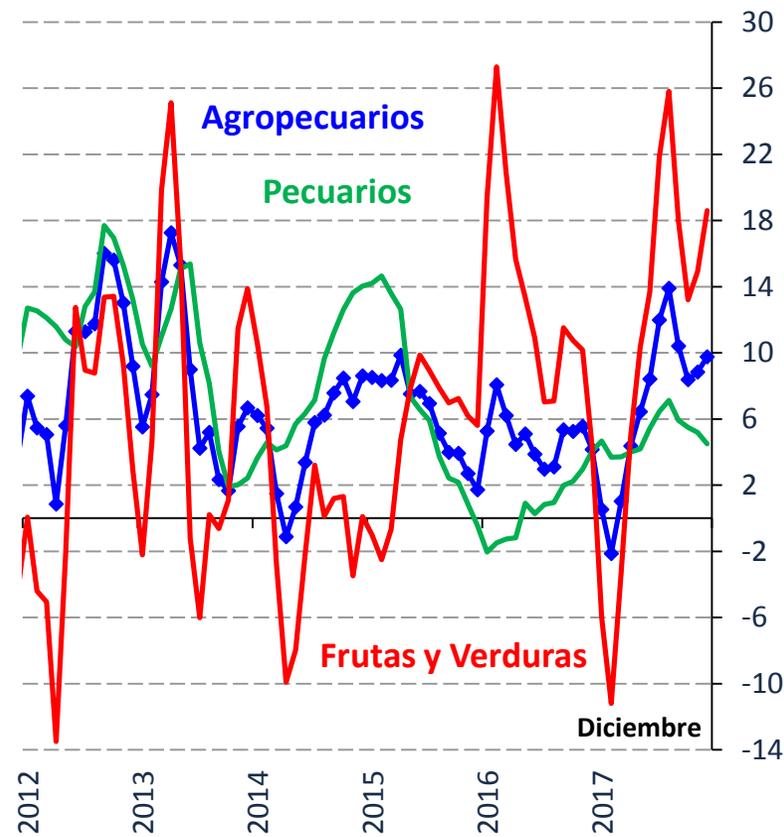
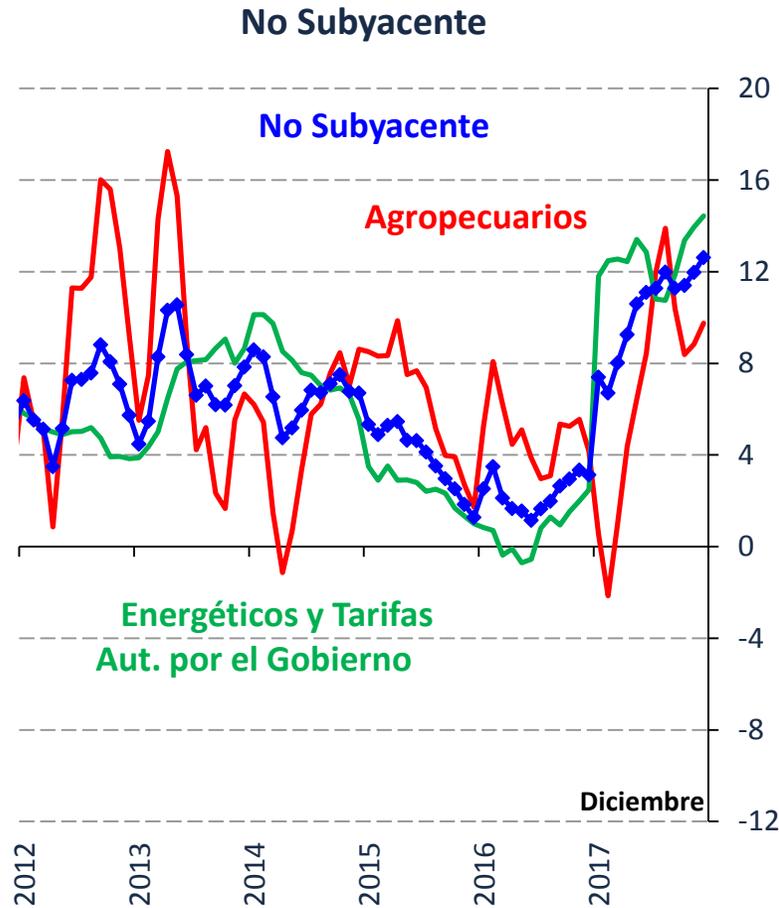
Tipo de Cambio Real y Precios Relativos de las Mercancías y los Servicios
Índice dic.-2010=100



Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente fue afectada por choques no previstos, principalmente incrementos en los precios de los energéticos, destacando en los últimos meses el del gas L.P., así como el alza en los precios de algunas frutas y verduras.

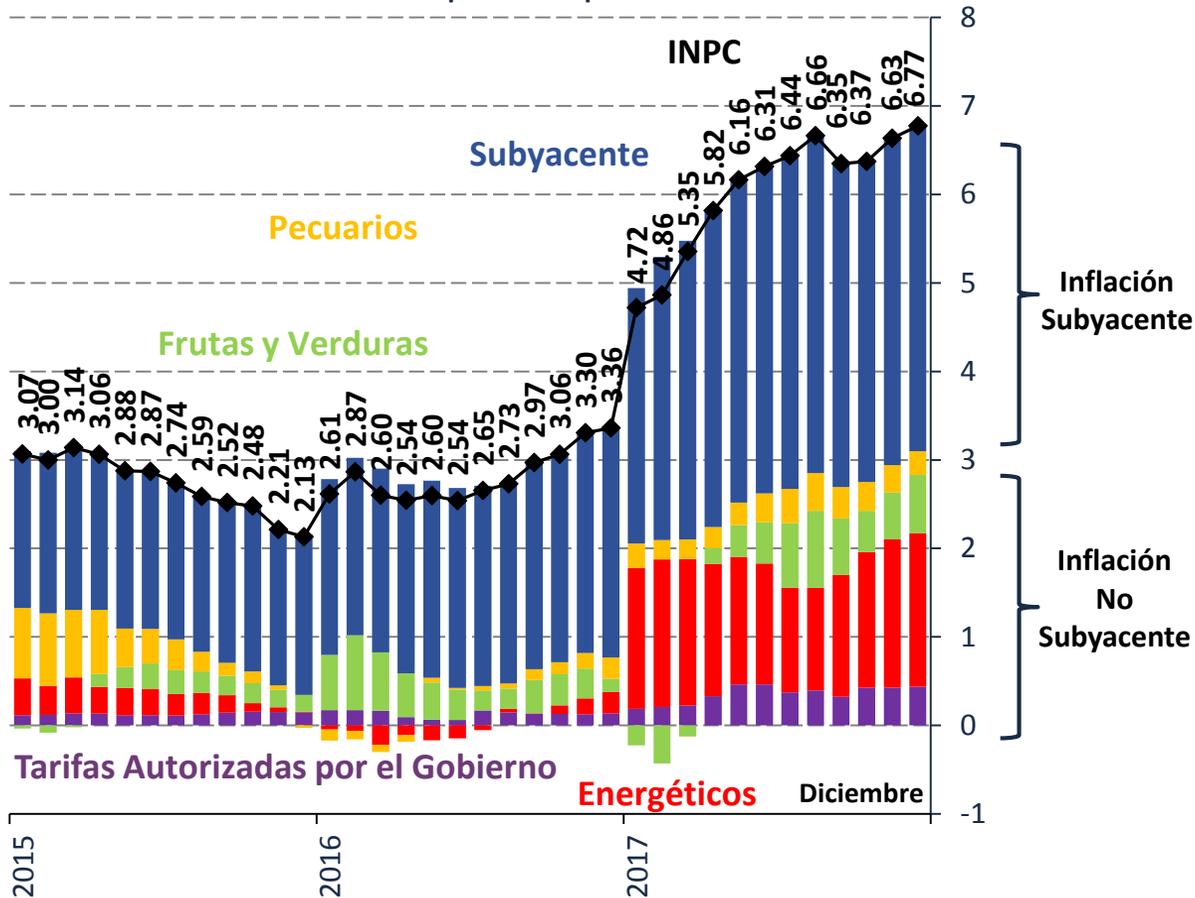
Índice de Precios No Subyacente Variación % anual



Fuente: Banco de México e INEGI.

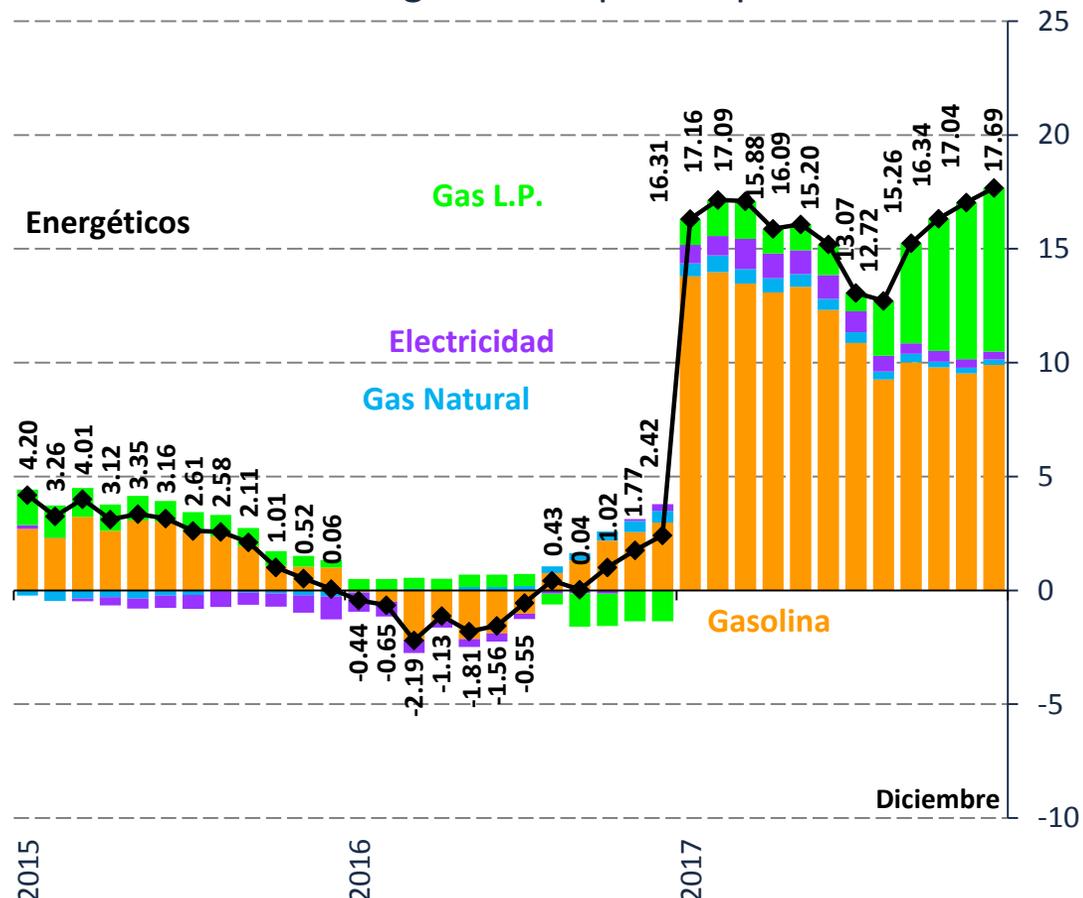
El incremento en la inflación general fue consecuencia de aumentos tanto en el componente subyacente como el no subyacente.

Índice Nacional de Precios al Consumidor Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

Índice de Precios No Subyacente Incidencias de Energéticos en puntos porcentuales

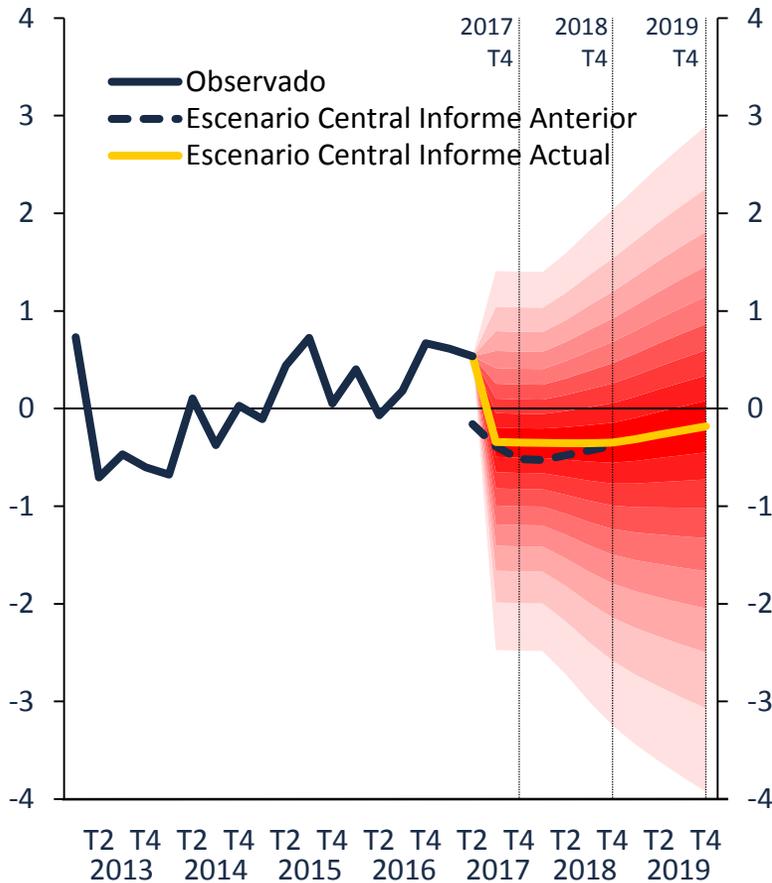


Fuente: Banco de México e INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía y su papel en la formación de precios, la estimación de la brecha del producto no indica presiones de demanda sobre la inflación, si bien tampoco sugiere holgura. Por su parte, el mercado laboral tampoco parece presentar condiciones de holgura.

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto

% del producto potencial, a. e.

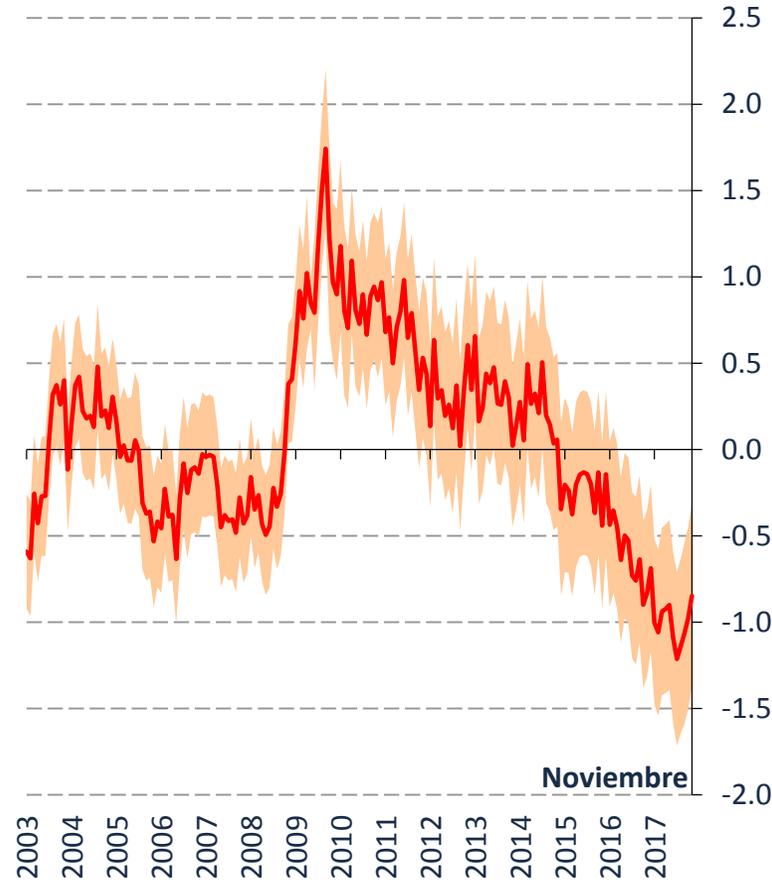


a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.
Fuente: Banco de México.

Brecha en el Mercado Laboral

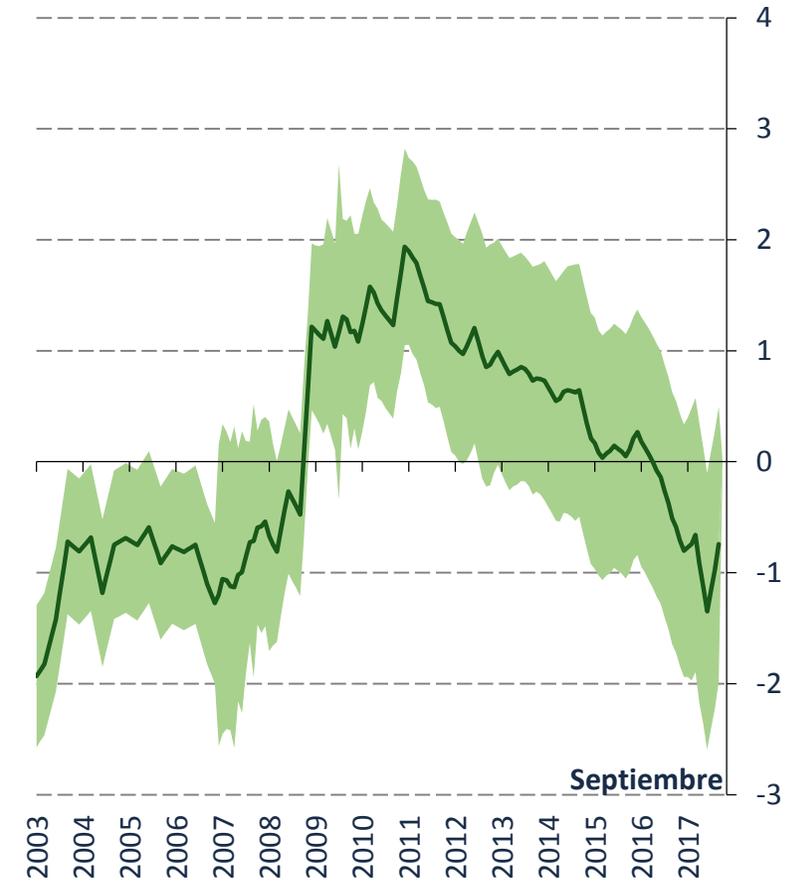
Puntos porcentuales, a. e.

Tasa de Desempleo



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones; ver Banco de México (2017), "Informe sobre la Inflación, Octubre-Diciembre 2016", pág.47. Fuente: Banco de México.

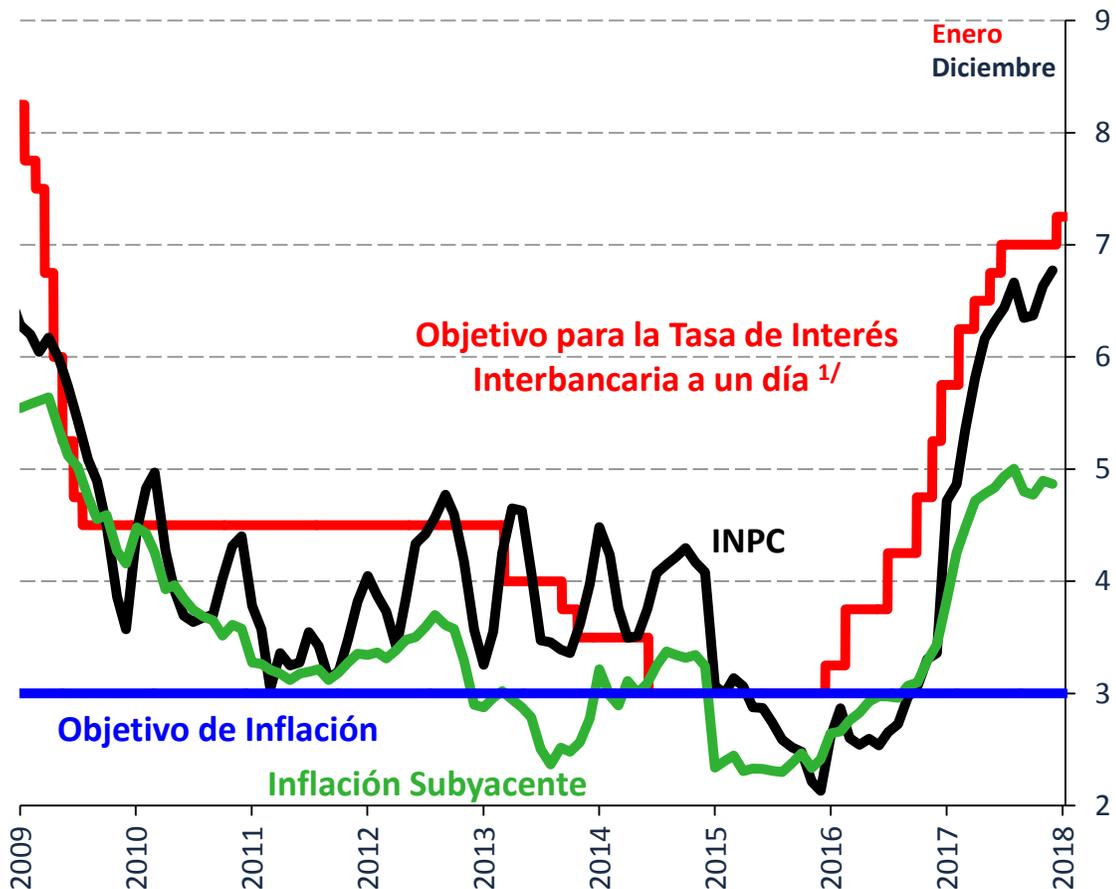
Tasa de Desempleo e Informales Asalariados



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones; ver Banco de México (2017), "Informe sobre la Inflación, Octubre-Diciembre 2016", pág.47. Fuente: Banco de México.

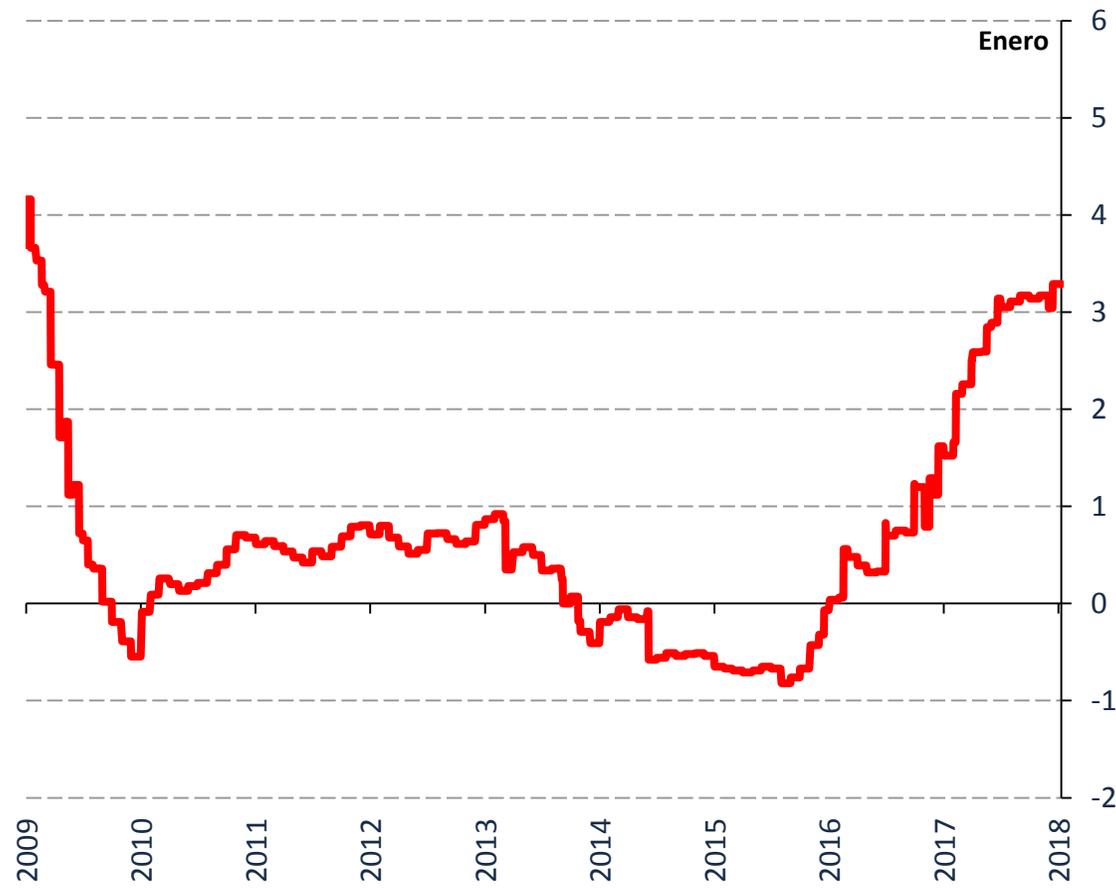
Con el propósito de mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y evitar efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía, desde diciembre de 2015 el Banco de México ha incrementado el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 425 puntos base.

Tasa de Política Monetaria e INPC
% y variación % anual



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a un día.
Fuente: Banco de México e INEGI.

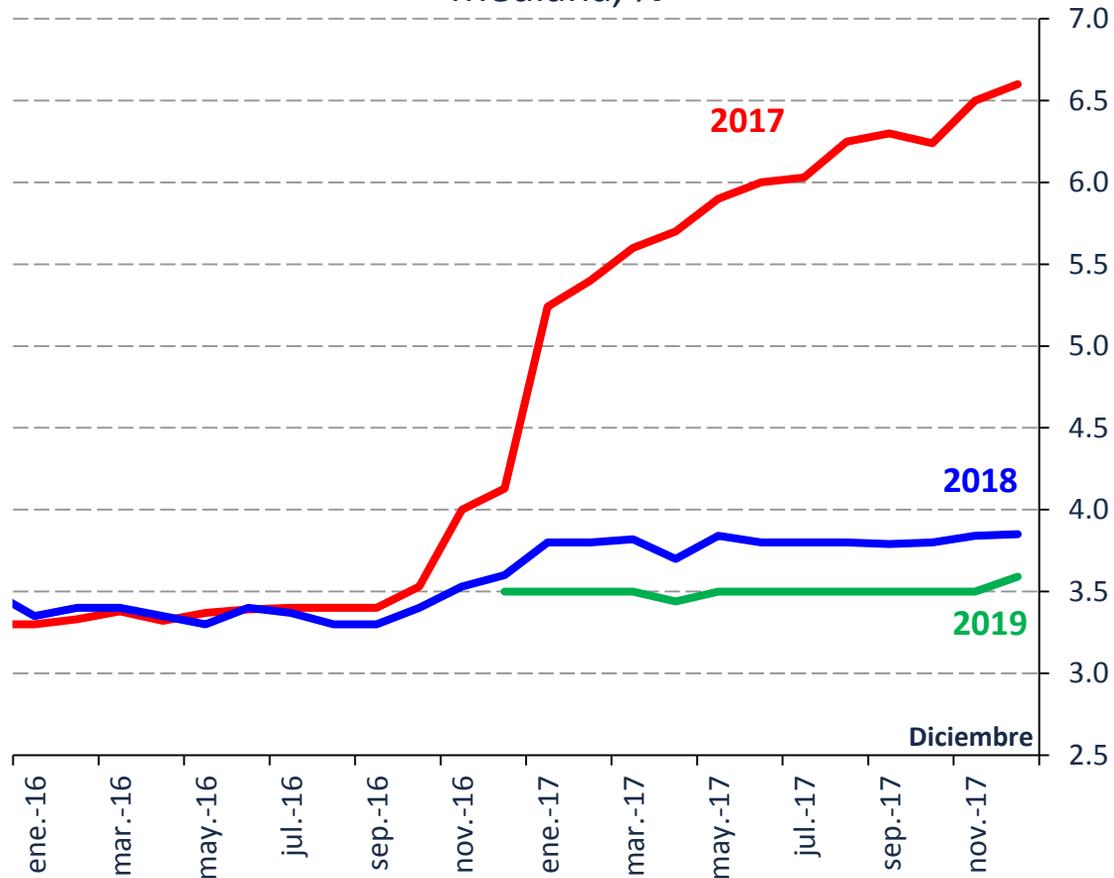
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo ^{2/}
%



2/ La tasa real ex-ante se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México.
Fuente: Banco de México.

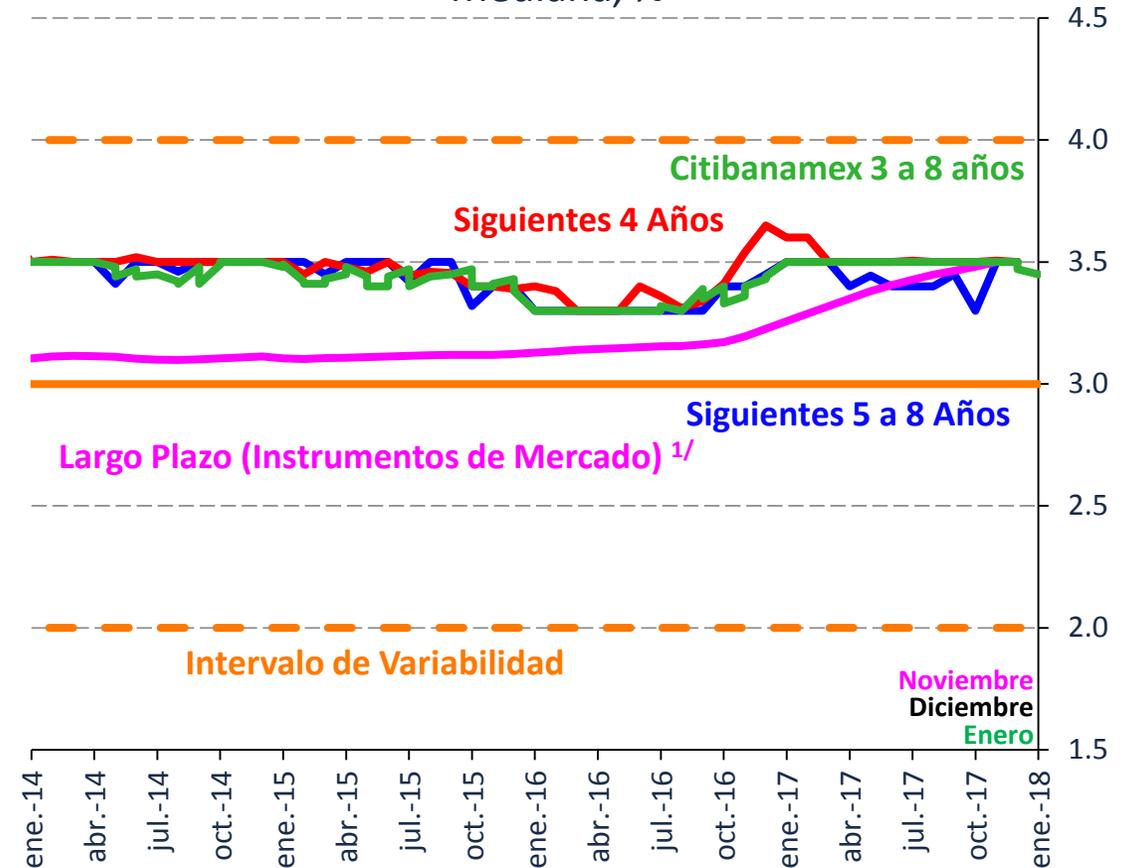
Las expectativas de inflación han sido congruentes con un aumento temporal de la misma. Los analistas anticipan que la inflación al cierre de 2018 sea significativamente menor a la registrada en 2017, y las medianas de las expectativas de mediano y largo plazo se han mantenido alrededor de 3.50 por ciento.

Expectativas de Inflación General Anual
Mediana, %



Fuente: Encuesta de Banco de México (periodicidad mensual).

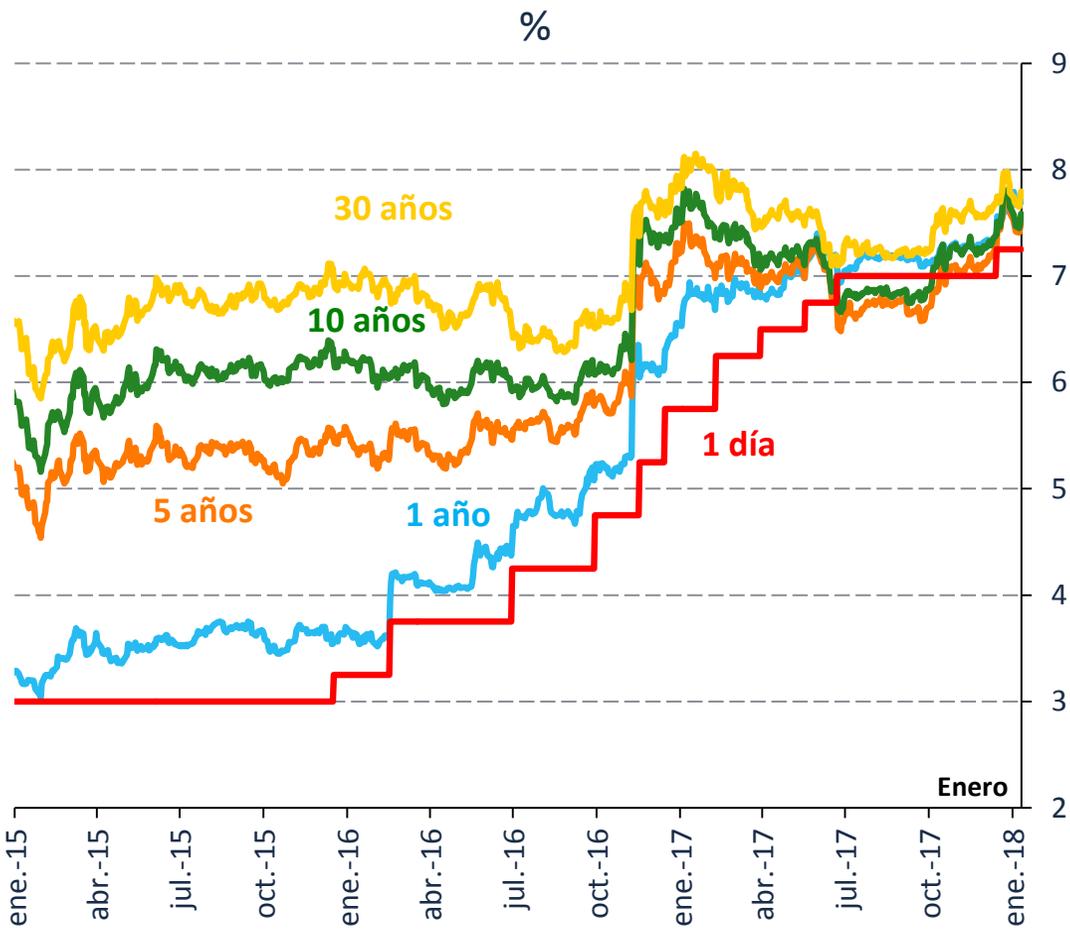
Expectativas de Inflación de Largo Plazo
Mediana, %



1/ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. Para este Informe, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2015. Fuente: Encuesta de Banco de México (periodicidad mensual) y Encuesta Banamex (periodicidad quincenal).

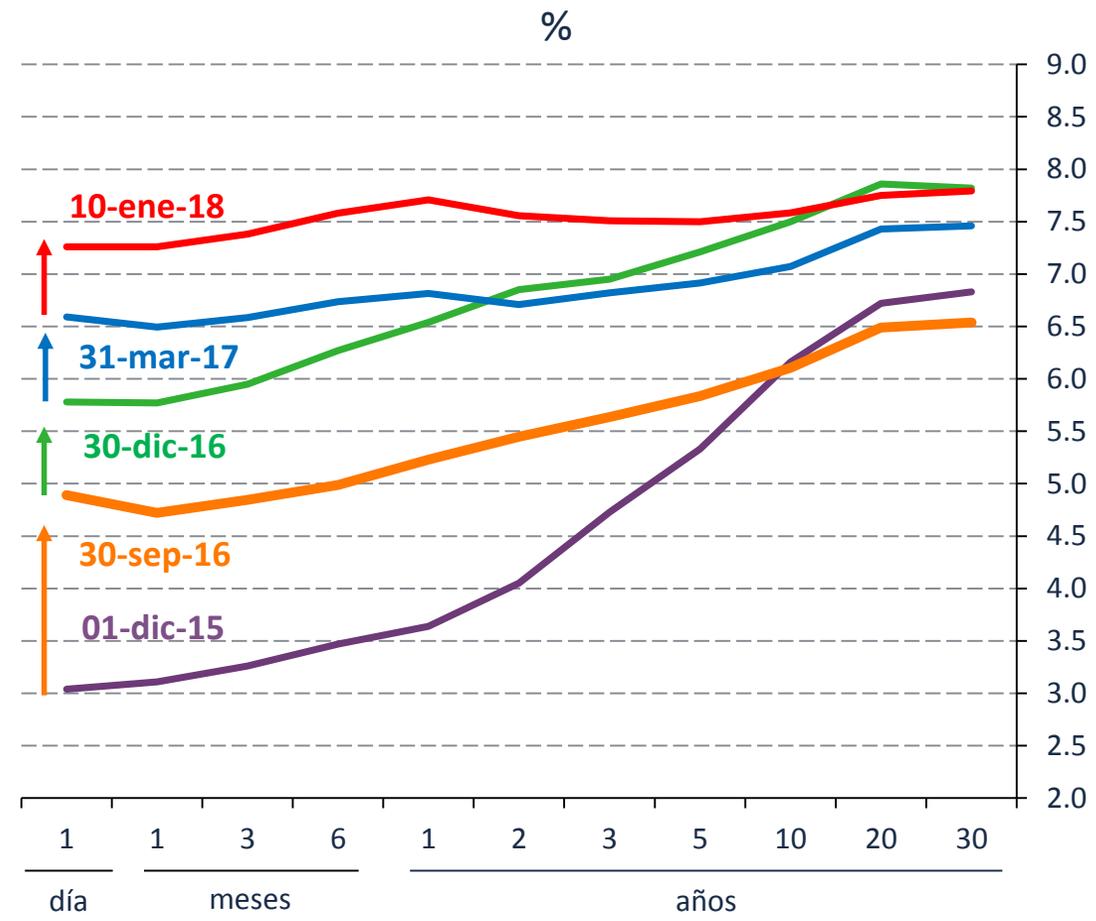
Reflejando los incrementos de la tasa de referencia, las tasas de interés de corto plazo han aumentado, las de mayores plazos se han mantenido relativamente estables, reflejando el comportamiento de las primas de riesgo de largo plazo. Así, la curva de rendimientos se ha aplanado.

Tasas de Interés en México



Fuente: Banco de México y PiP.

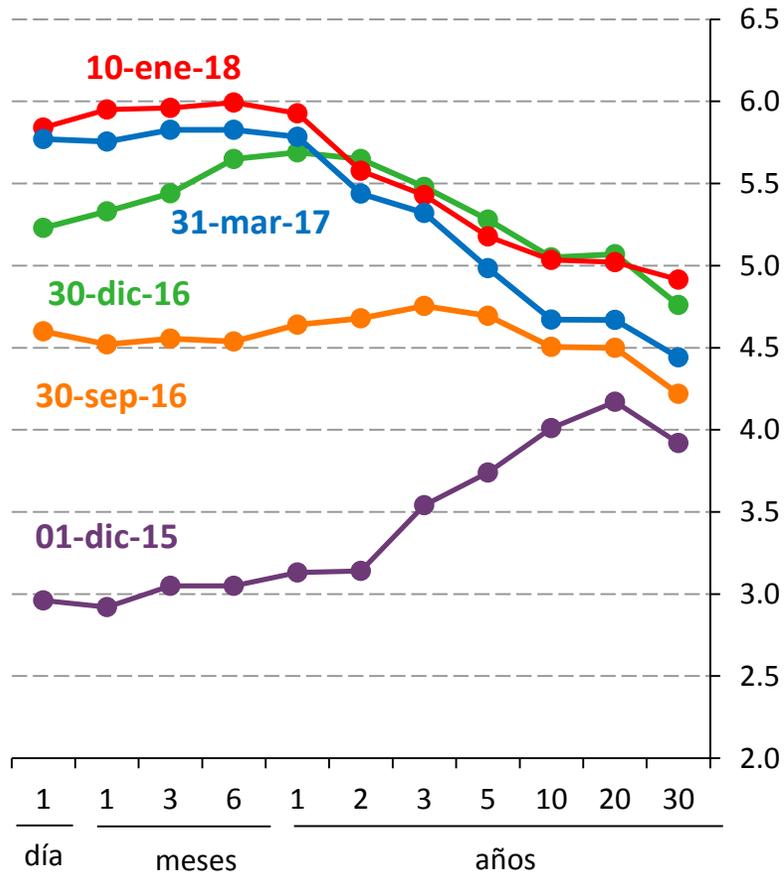
Curva de Rendimientos de Valores Gubernamentales



Fuente: Banco de México y PiP.

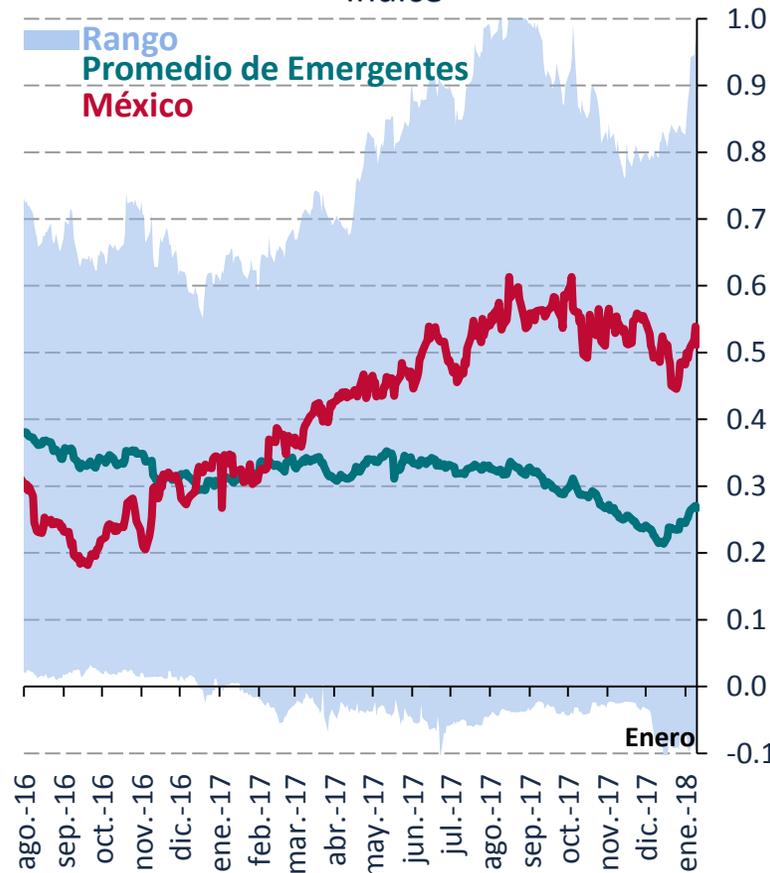
Los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos para el corto y el mediano plazo han aumentado en el último año (tanto nominales como ajustados por riesgo). En este contexto, la tenencia de bonos de mediano y largo plazo en poder de residentes en el extranjero se ha mantenido relativamente estable.

Curva de Diferenciales de Tasas de Valores Gubernamentales de México y Estados Unidos ^{1/}
Puntos porcentuales



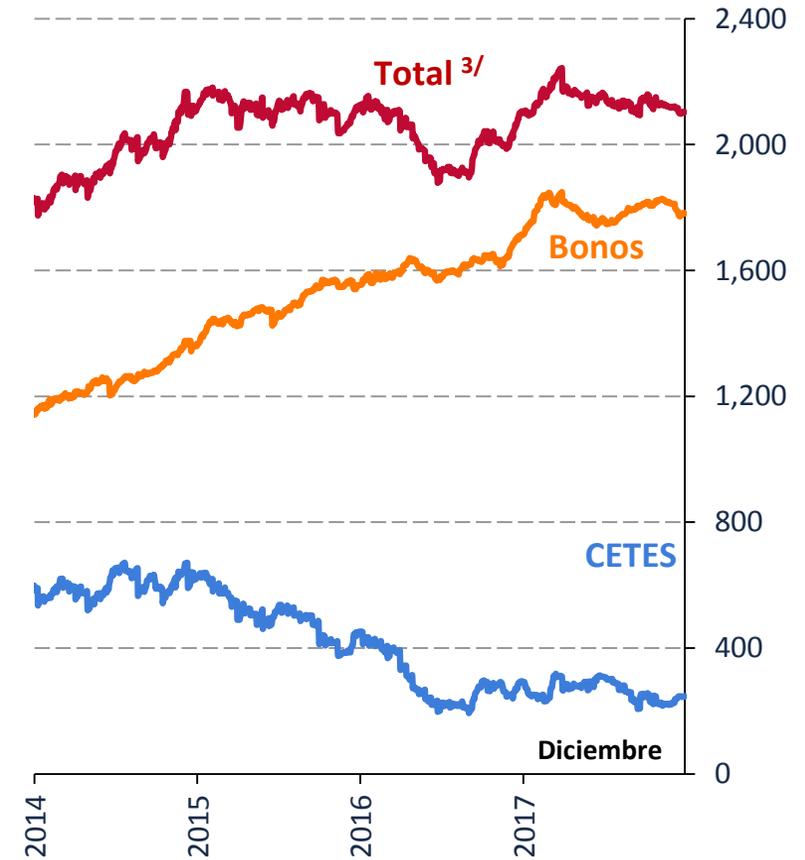
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal
Fuente: PIP y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Diferencial de Tasa de Interés a 3 Meses Ajustado por Volatilidad para Países Emergentes Seleccionados ^{2/}
Índice



^{2/} Los países seleccionados son Brasil, Chile, Colombia, Turquía, Sudáfrica, Corea del Sur y Polonia.
Fuente: Bloomberg.

Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero
Miles de millones de pesos



^{3/} Incluye: Bondes, Bondes D, Bonos, Cetes y Udibonos.
Fuente: Banco de México.

Dadas las acciones de política monetaria implementadas, se prevé que la inflación alcance niveles cercanos al objetivo a finales del 2018, si bien se anticipa que la convergencia de esta al objetivo de 3.0 por ciento sea más lenta que la que se anticipaba. Asimismo, se espera que fluctúe alrededor de dicho nivel en 2019.

- Cabe destacar que estas previsiones son condicionales a:
 - ✓ Un comportamiento ordenado del tipo de cambio.
 - ✓ Una reducción importante de la inflación no subyacente a partir de enero de 2018, en la medida que no se repitan los choques que la han afectado en 2017.
 - ✓ La ausencia de presiones provenientes del mercado laboral.
- Dados los choques que la han afectado de manera reciente, se considera que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado y es al alza.

Postura de Política Monetaria

- Hacia adelante, **la Junta seguirá muy de cerca la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria**, así como la de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo:
 - ✓ *La posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos.*
 - ✓ *El traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios.*
 - ✓ *La evolución de las condiciones de holgura de la economía.*
- Ante la intensificación de los riesgos que pudieran afectar a la inflación, la Junta estará vigilante y, en caso de ser necesario, tomará las acciones correspondientes, tan pronto como se requiera, para asegurar que se mantenga una **postura monetaria que fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación** de mediano y largo plazo y **logre la convergencia de esta a su objetivo**.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx