



El Futuro de la Política Monetaria en México

Javier Guzmán Calafell, Subgobernador del Banco de México*

XP Securities Mexico Summit

Ciudad de México, 2 de marzo de 2017



BANCO DE MÉXICO

*/ Los puntos de vista expresados en este documento son estrictamente personales.

- ❑ En los últimos meses, la política monetaria en México se ha implementado bajo un entorno macroeconómico adverso caracterizado por presiones inflacionarias, tanto potenciales como realizadas, y una desaceleración de la actividad económica.
- ❑ De conformidad con su mandato, el Banco de México se ha enfocado en lograr una tasa de inflación baja y estable, al menor costo posible en términos de actividad económica.
- ❑ En este contexto, la tasa de referencia se ha incrementado en siete ocasiones desde diciembre de 2015, hasta su nivel actual de 6.25 por ciento.

La economía mexicana sigue enfrentando un contexto externo adverso, mismo que presenta características mixtas:

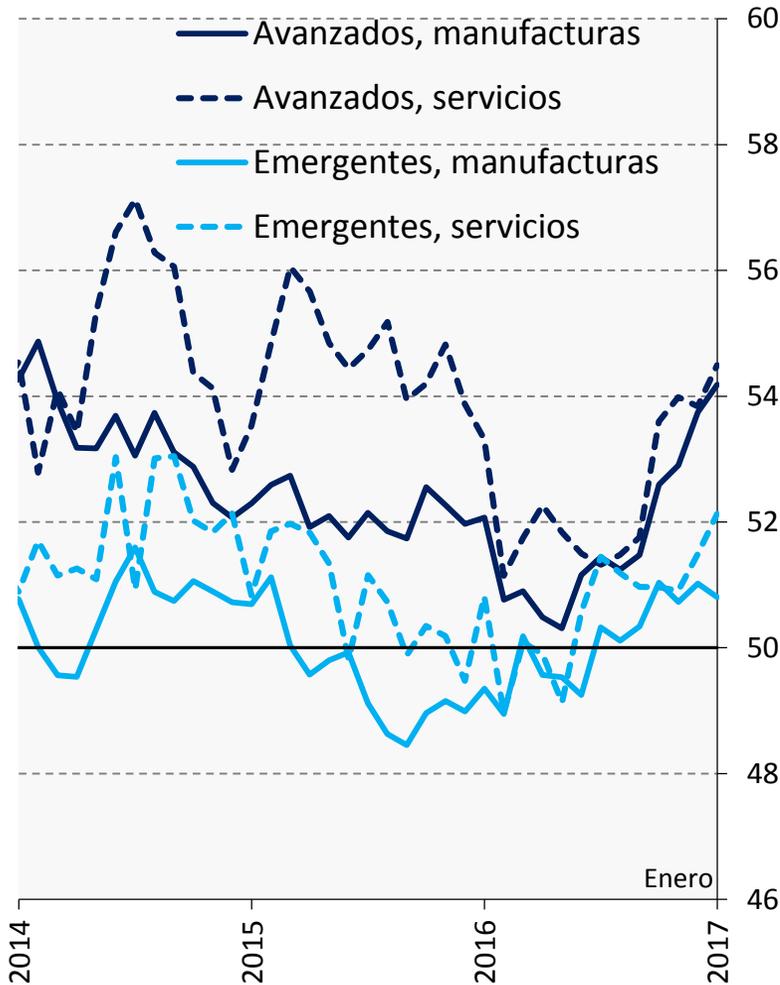
- ❑ El PIB de Estados Unidos continúa avanzando a un ritmo moderado, y algunos indicadores sugieren una recuperación de la actividad económica y el comercio mundiales.
- ❑ Al mismo tiempo, los precios de los energéticos y de otras materias primas han mostrado un recuperación moderada.

No obstante, la economía mundial sigue enfrentando una situación de incertidumbre resultado, entre otros factores, de:

- ❑ La política económica que implementará la nueva administración en EE.UU. y sus repercusiones tanto en ese país como en el resto del mundo.
- ❑ La normalización de la política monetaria en EE.UU.
- ❑ La salida del Reino Unido de la Unión Europea.
- ❑ Los procesos electorales en Europa.
- ❑ Las vulnerabilidades económicas en China y otras economías emergentes.
- ❑ La posibilidad de problemas geopolíticos en varios países y regiones.

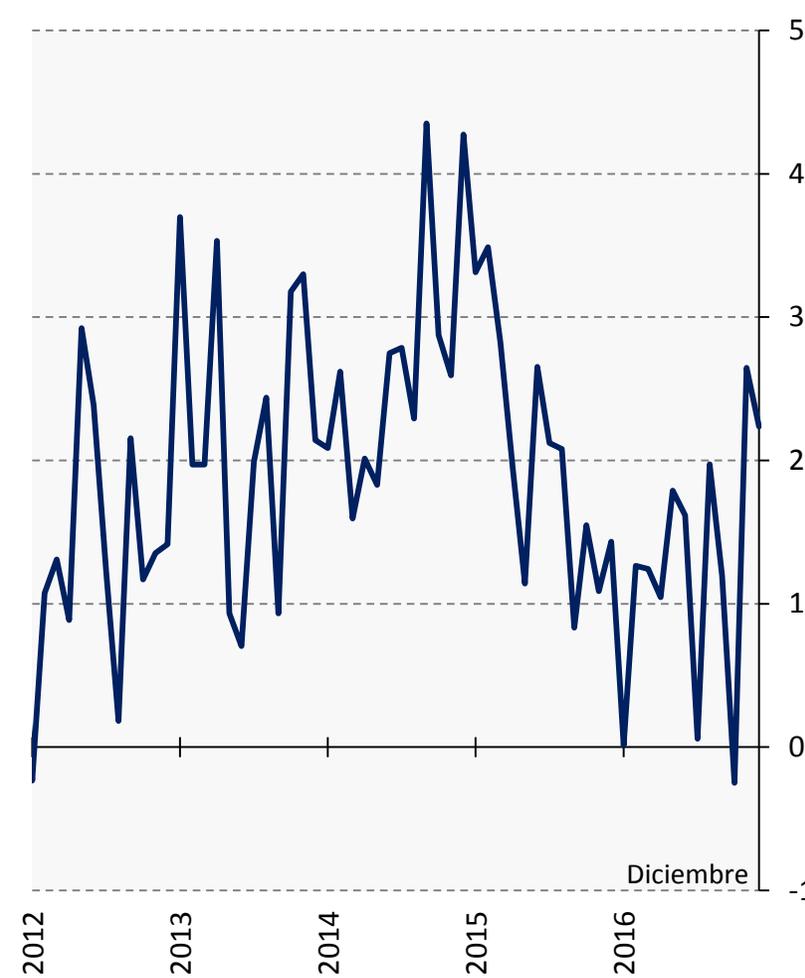
La actividad económica y el comercio mundiales parecen estarse fortaleciendo, y los precios de las materias primas se están incrementando.

Índice Global de Gerentes de Compras
Índice de Difusión, a.e.



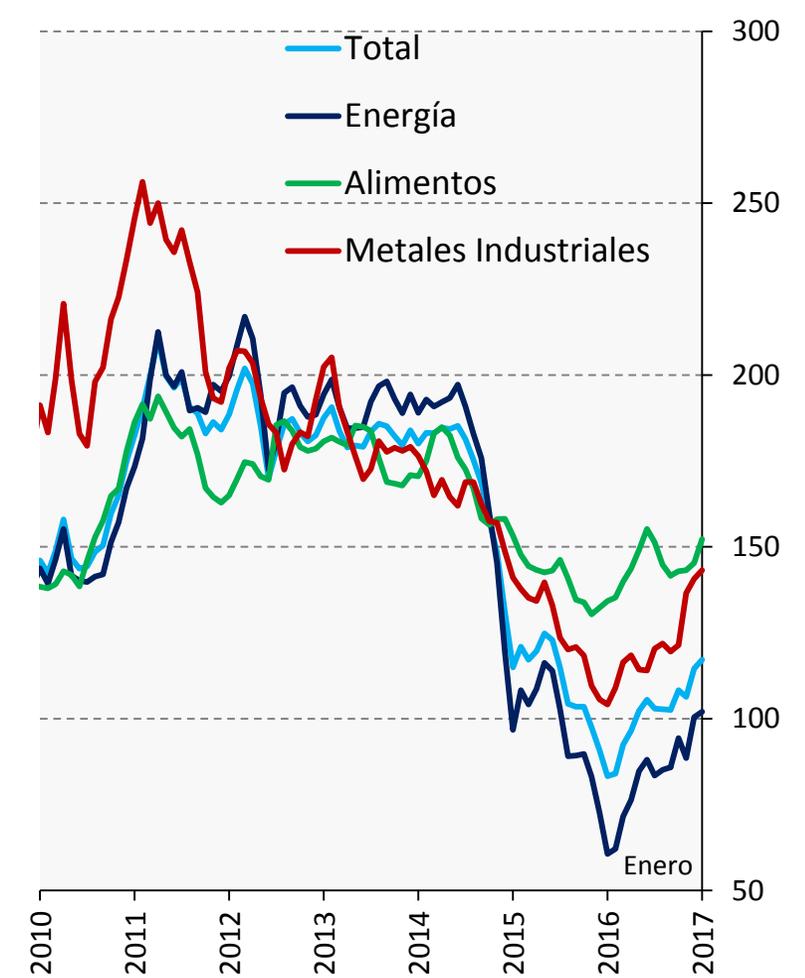
a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Markit.

Volumen del Comercio Mundial de Bienes
Variación Porcentual Anual, a.e.



a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: CPB Netherlands.

Precios de Materias Primas
Índice 2005 = 100



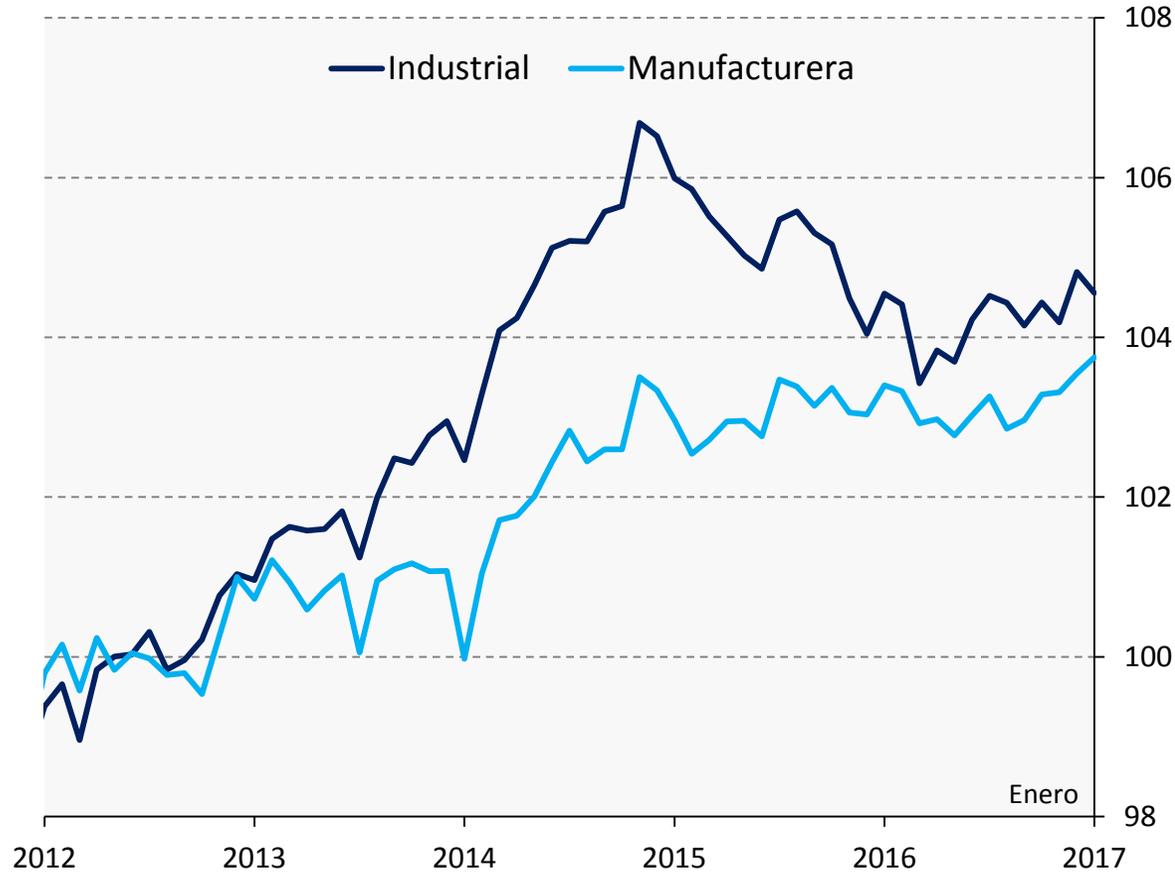
Fuente: IMF.

En Estados Unidos, la producción industrial y el comercio exterior se mantienen débiles, aunque muestran cierta recuperación...

Estados Unidos

Producción Industrial y Manufacturera

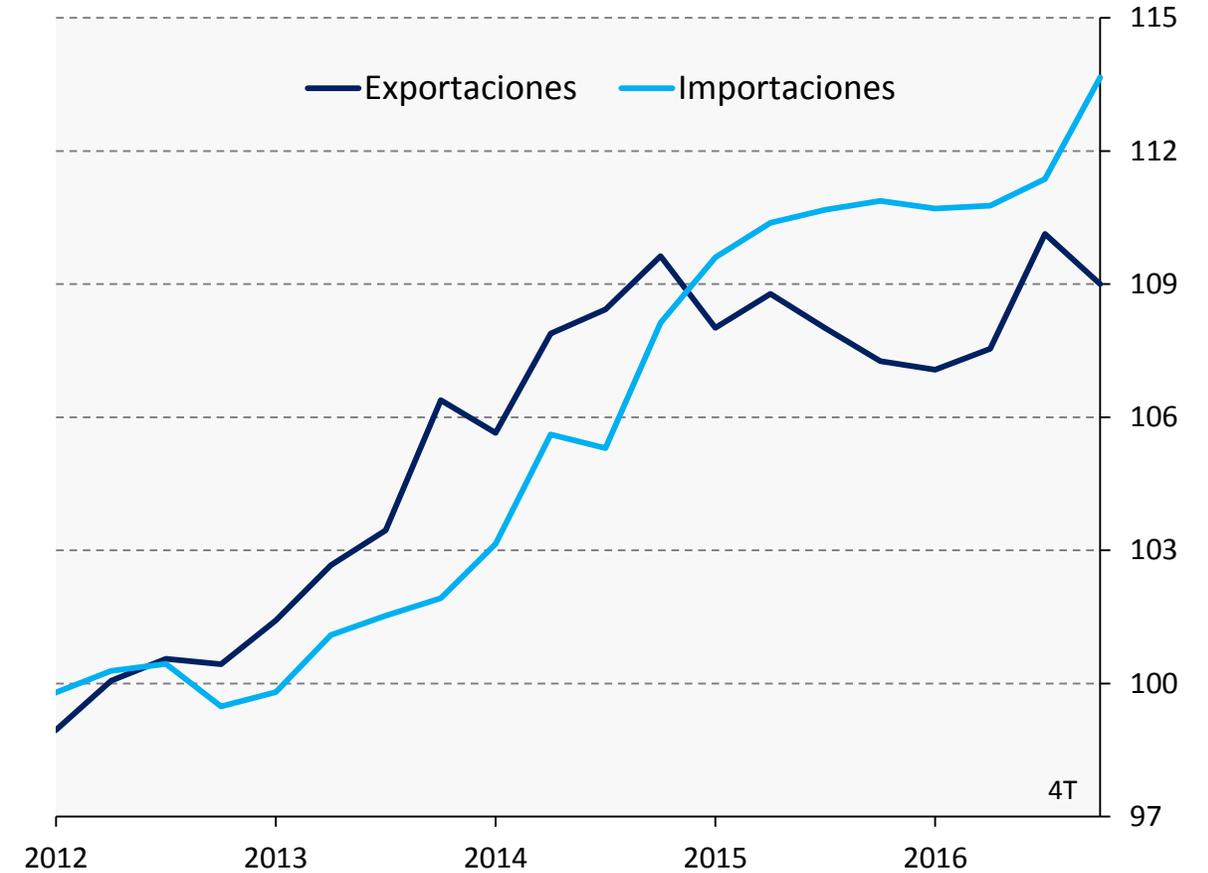
Índice 2012 = 100, a.e



a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Federal Reserve.

Exportaciones e Importaciones Reales de Bienes y Servicios

Índice 2012 = 100, a.e.

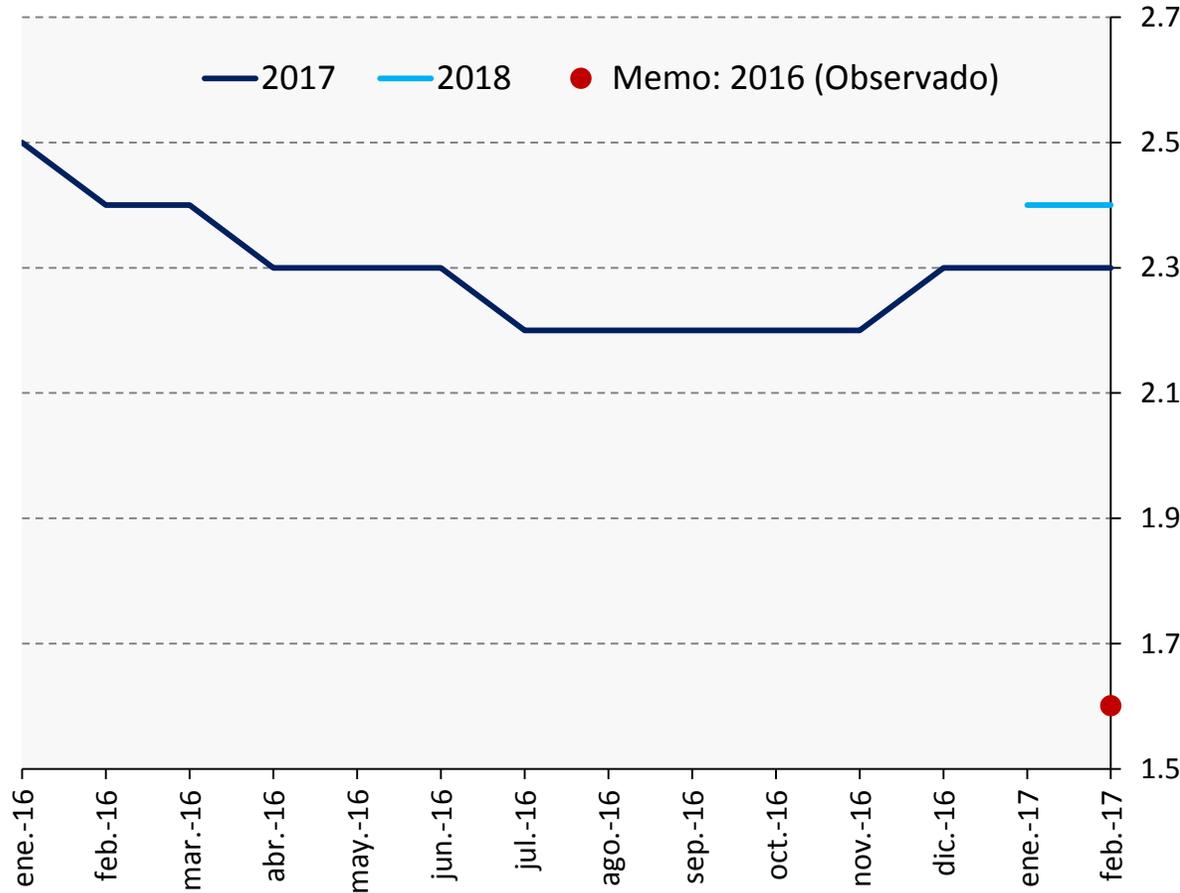


a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

... y se espera que tanto el crecimiento del PIB como de la producción industrial se recuperen en los siguientes dos años.

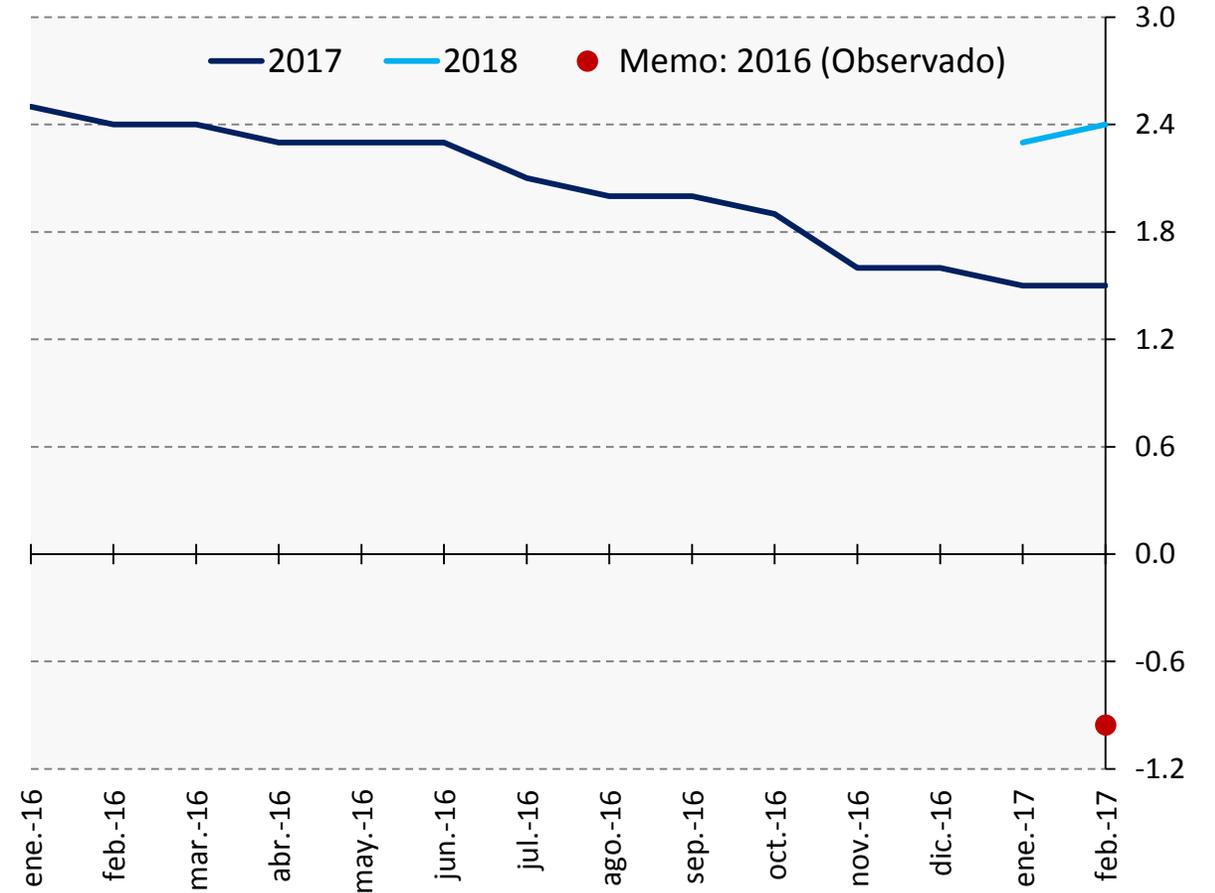
Estados Unidos: Expectativas para el PIB Real y la Producción Industrial Variación Porcentual Anual

PIB Real



Fuente: Bureau of Economic Analysis y Blue Chip Economic Indicators.

Producción Industrial

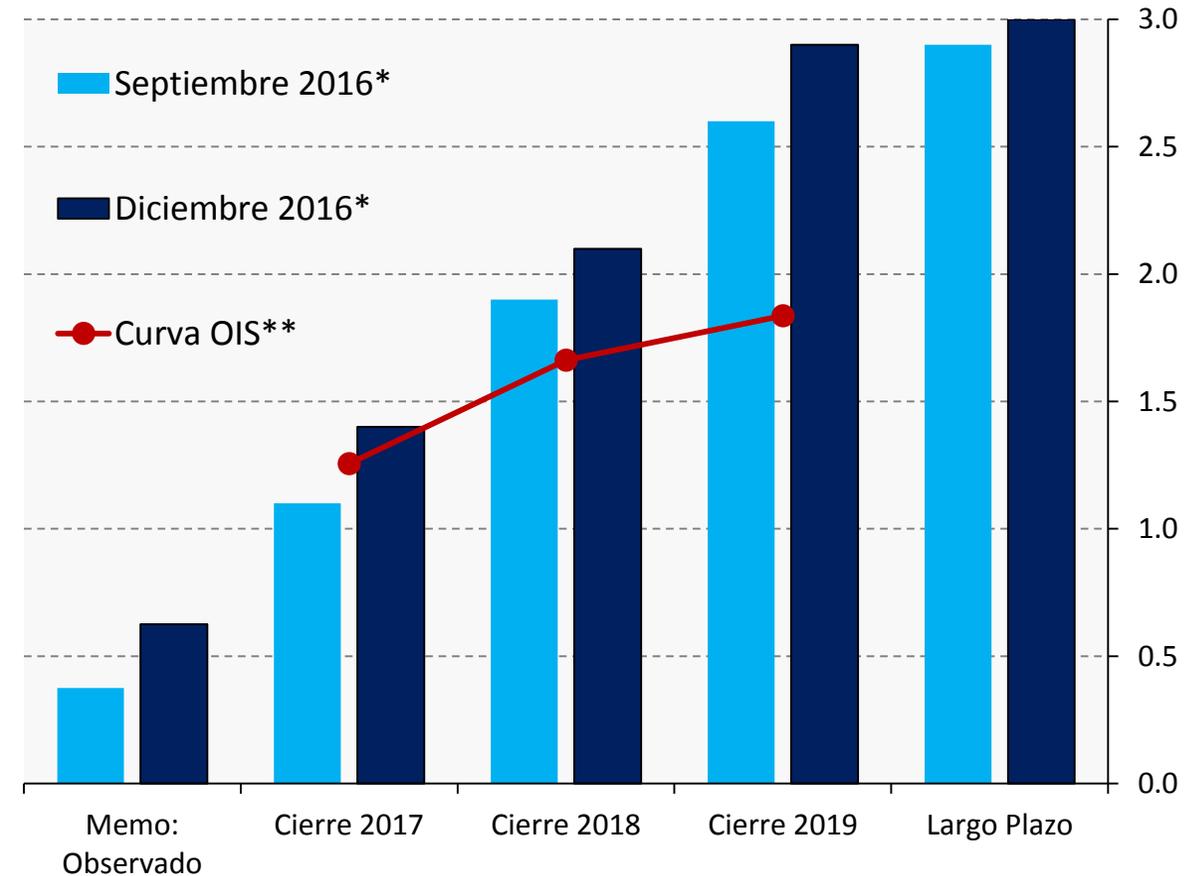


Fuente: Federal Reserve y Blue Chip Economic Indicators.

No obstante, los principales riesgos externos para la economía mexicana provienen de algunos acontecimientos potenciales en EE.UU.

- ❑ Reforma fiscal.
- ❑ Barreras al comercio exterior.
- ❑ Negociación del TLCAN.
- ❑ Acciones orientadas a las remesas de trabajadores.
- ❑ Política migratoria.

EE.UU.: Trayectoria Esperada para la Tasa de Fondos Federales
%



*/ Mediana de la expectativa de los participantes del Comité Federal de Mercado Abierto sobre el punto medio del rango objetivo para la tasa de fondos federales.

**/ Curva OIS (Overnight Index Swap) al 1 de marzo 2017.

Fuente: Federal Reserve y Banco de México con información de Bloomberg.

- ❑ La economía mexicana registró una moderada tasa de crecimiento durante 2016, inferior a la de 2015.

- ❑ Por el lado de la demanda, la situación se caracteriza por:
 - ✓ Un elevado dinamismo del consumo privado, aunque con indicios de desaceleración.

 - ✓ Bajas tasas de crecimiento de la inversión privada.

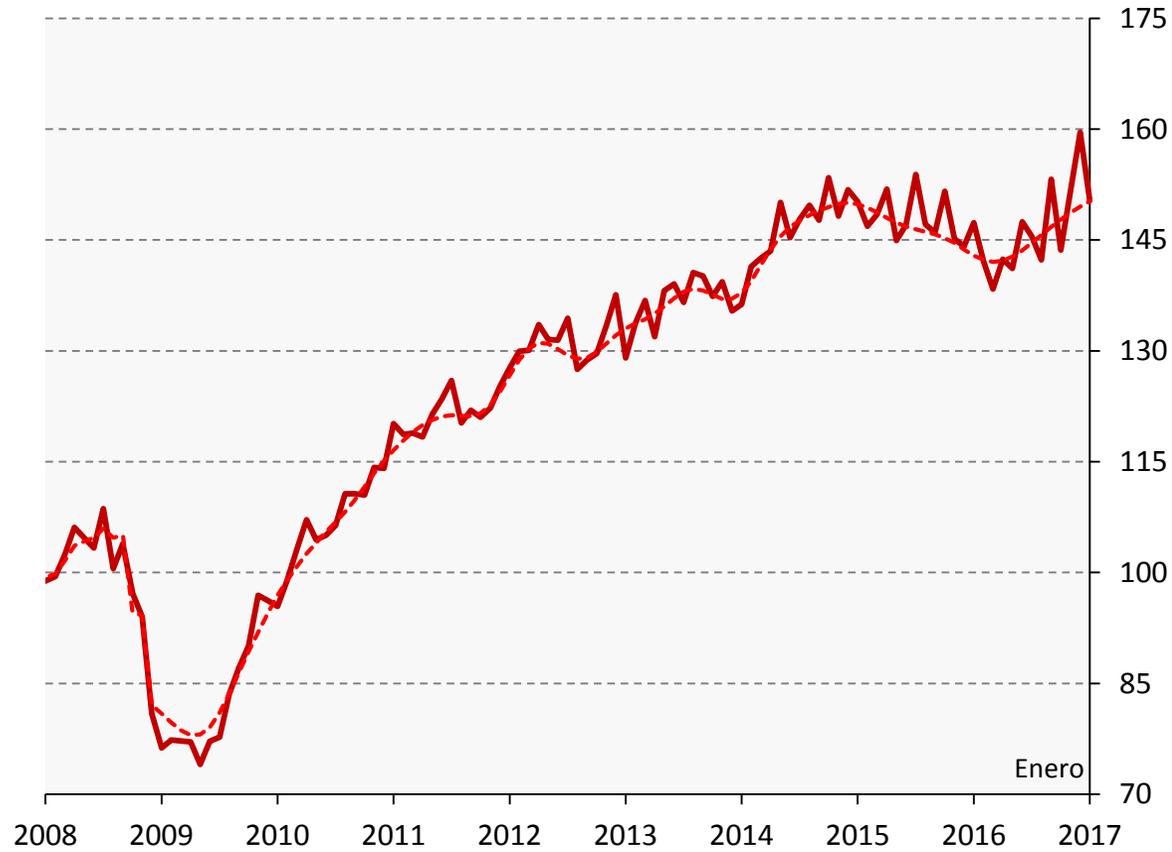
 - ✓ Debilidad del gasto público.

 - ✓ Un repunte modesto de las exportaciones.

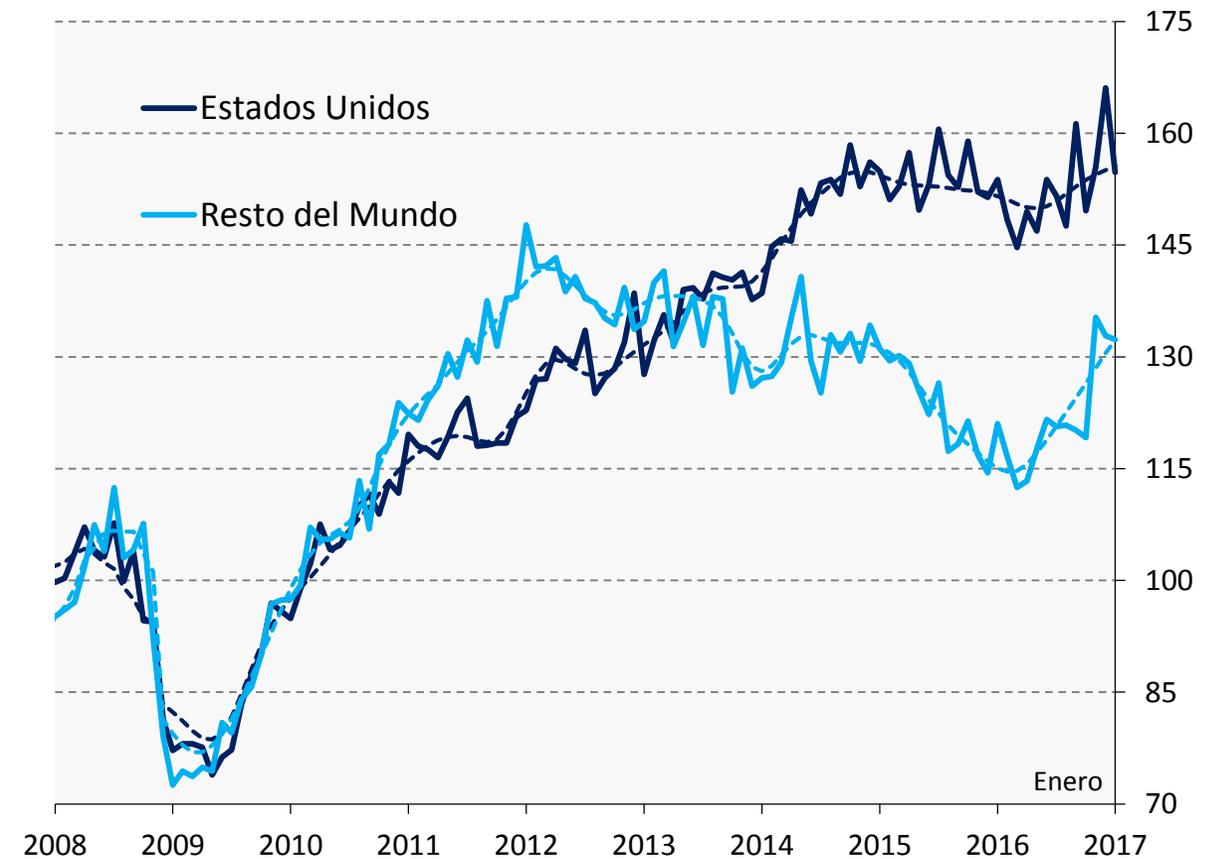
Las exportaciones tanto a EE.UU. como al resto del mundo empiezan a recuperarse.

Exportaciones Manufactureras Índices 2008 = 100; a. e.

Total



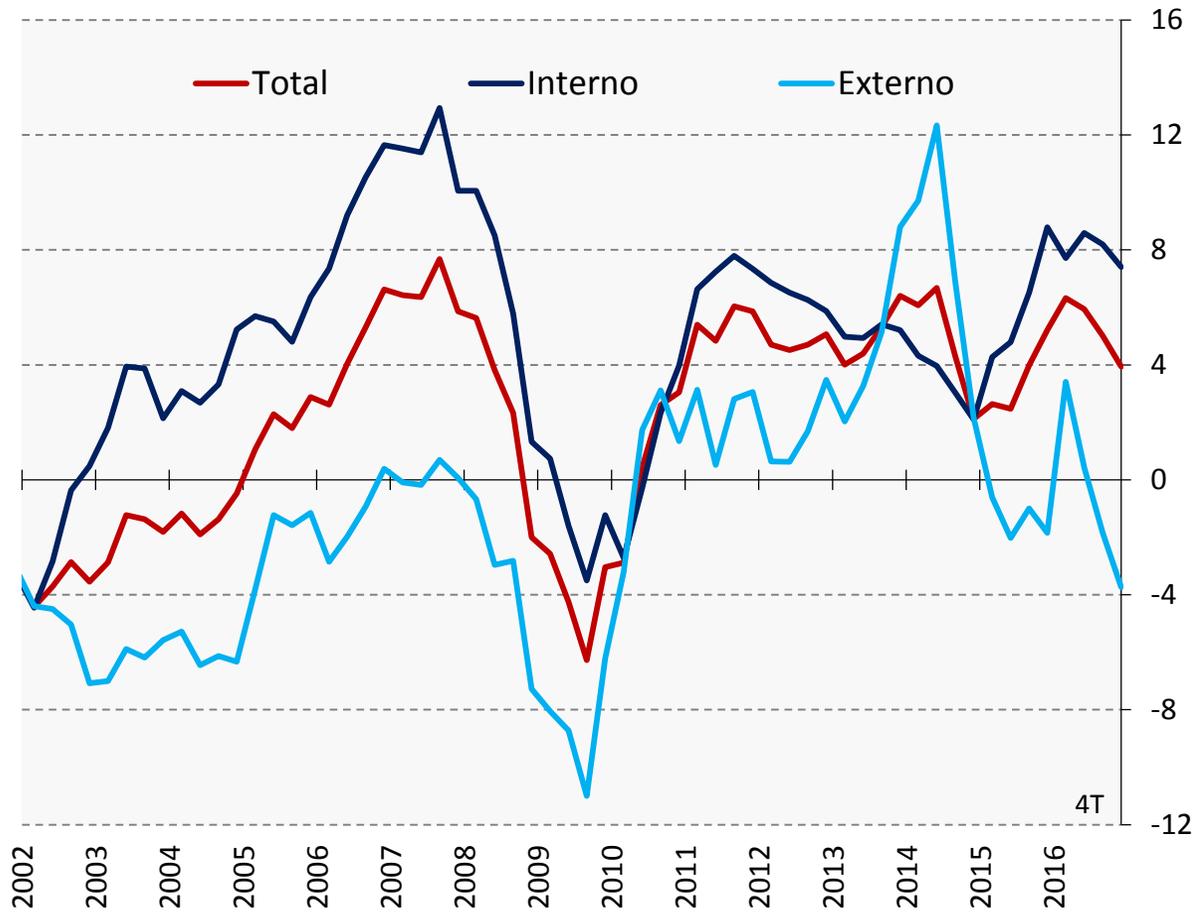
Por Destino



a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Banco de México, INEGI, SAT y SE.

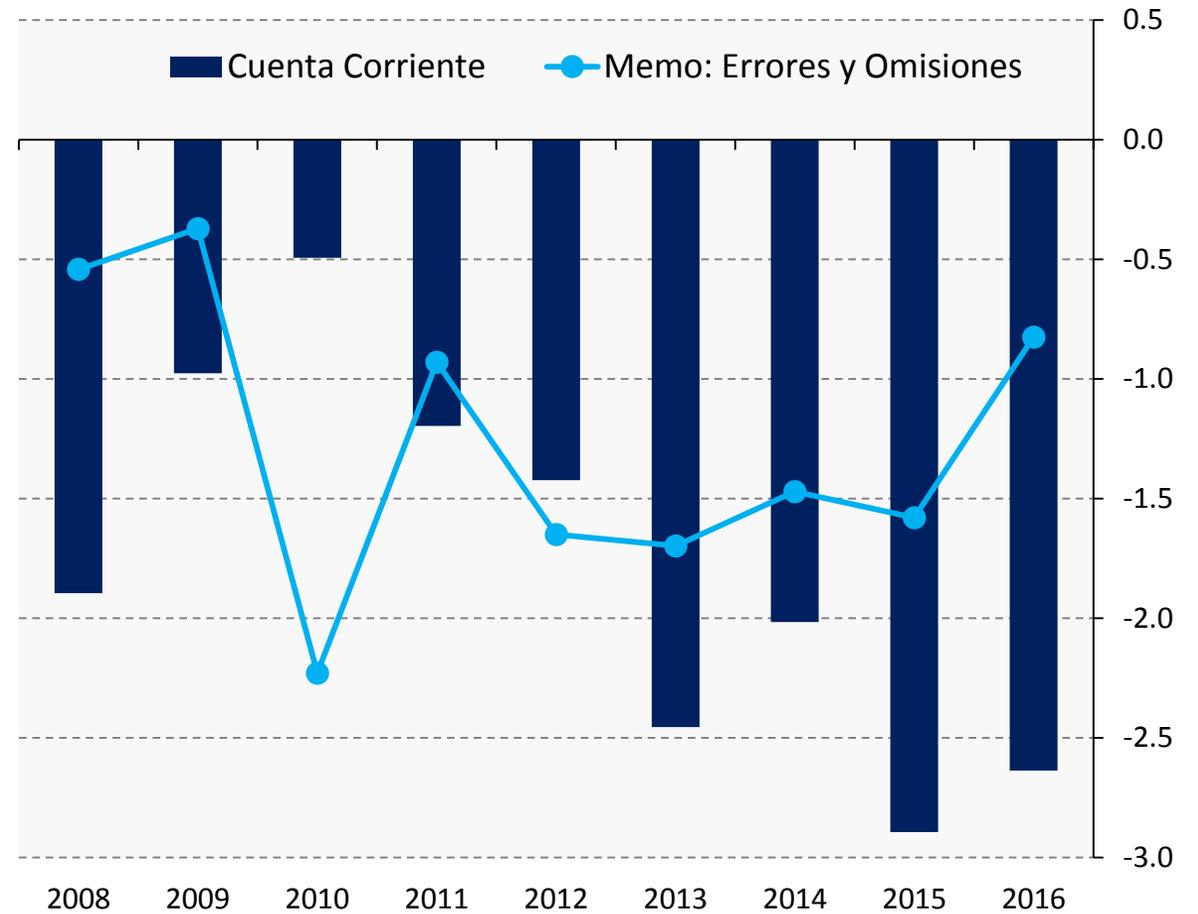
La desaceleración de la actividad económica, la bajas tasas de crecimiento del financiamiento total y el menor déficit en cuenta corriente, entre otros factores, sugieren la ausencia de presiones por el lado de la demanda en la economía.

Financiamiento Real al Sector Privado No Financiero^{1/}
Variación Porcentual Anual



1 / Basado en saldos ajustados por variaciones en el tipo de cambio.
Fuente: Banco de México.

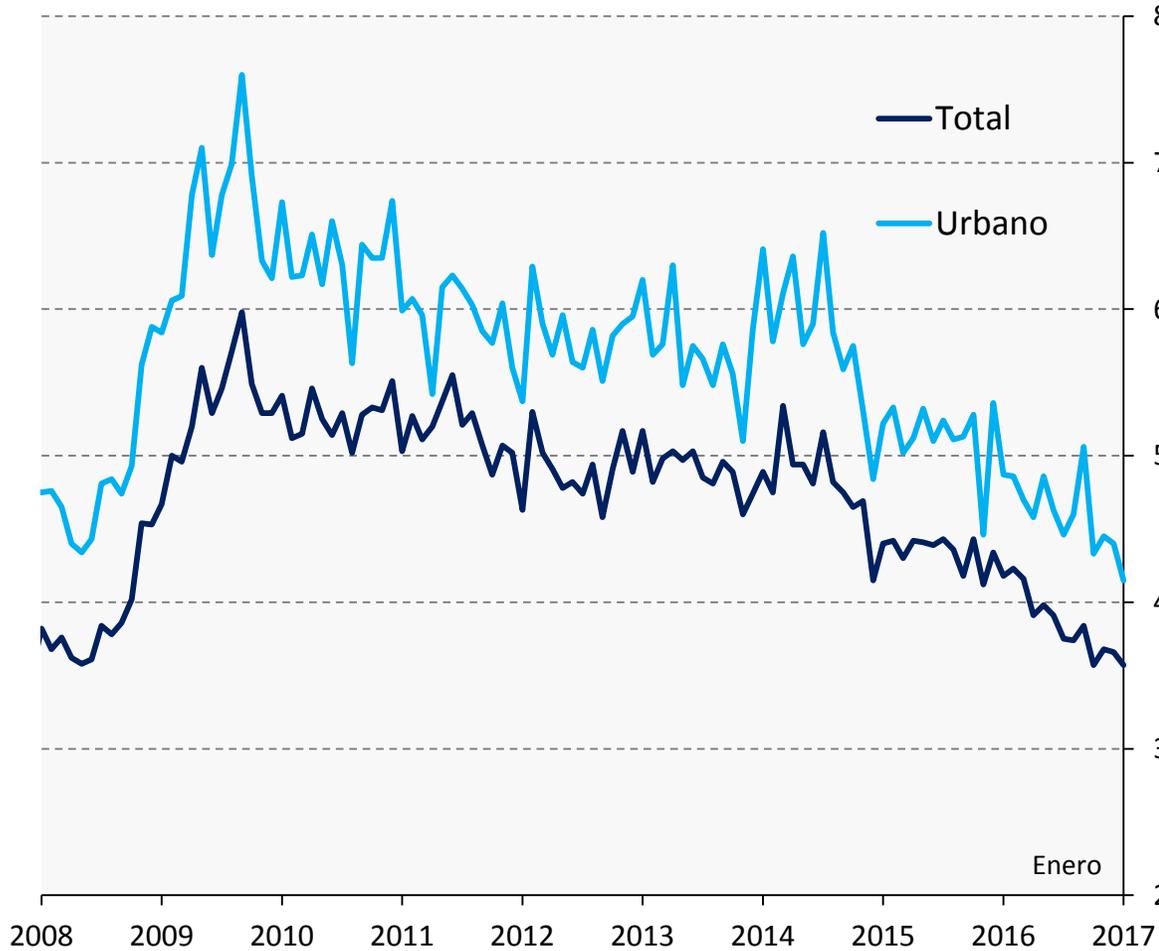
Saldo en Cuenta Corriente
% del PIB



Fuente: Banco de México e INEGI.

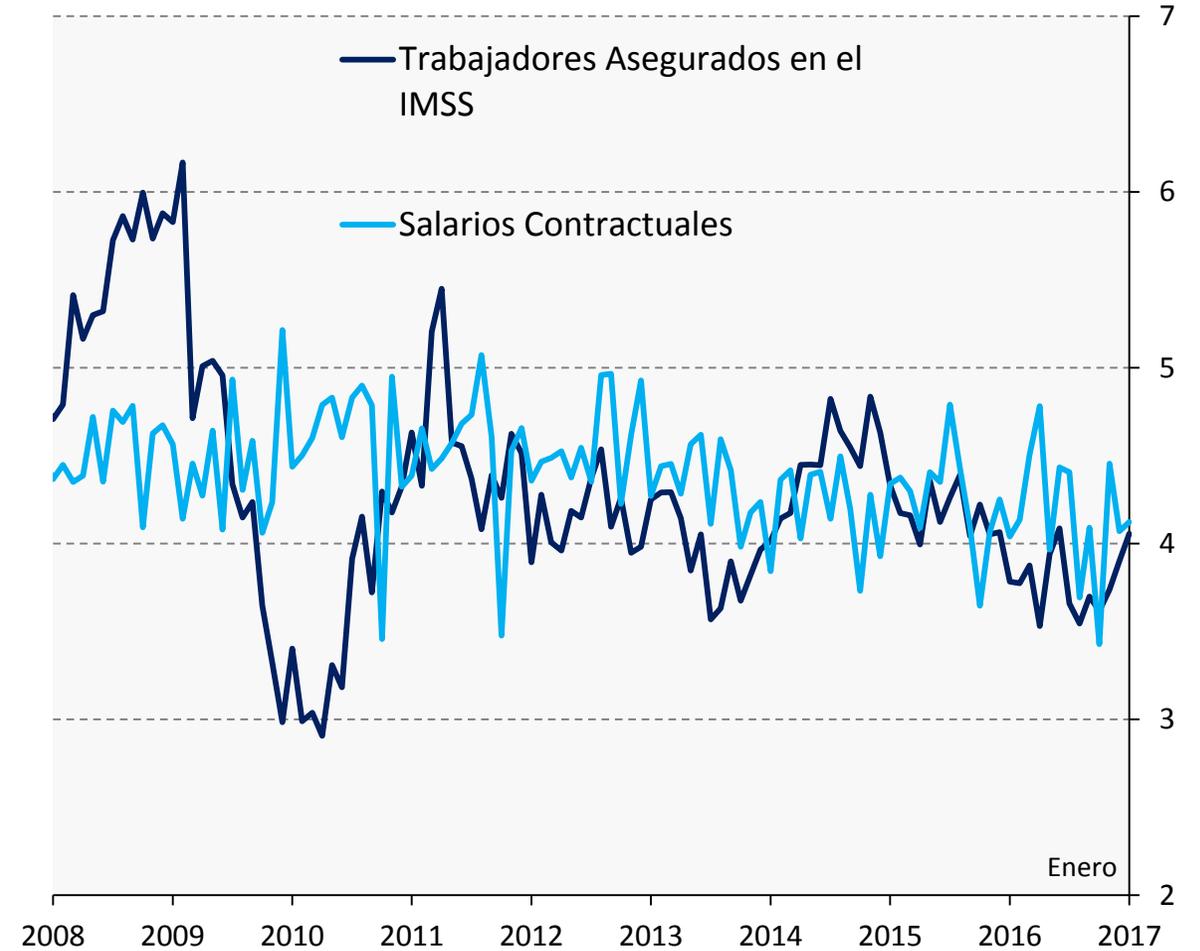
La tasa de desempleo ha disminuido a niveles similares a los observados antes de la crisis financiera global, aunque en ausencia de demandas salariales excesivas.

Tasa de Desempleo
%, a.e.



a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: INEGI.

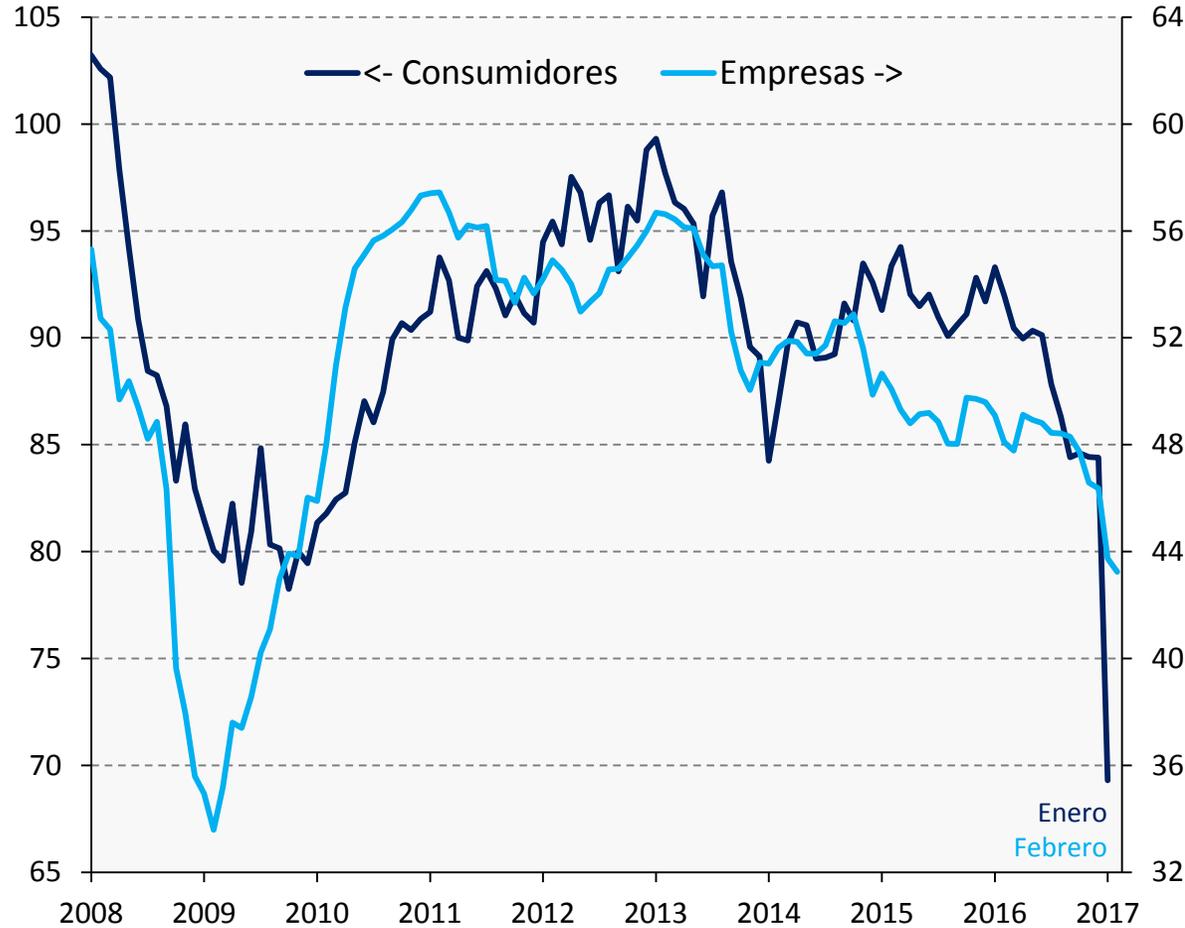
Salarios Nominales
Variación Porcentual Anual



Fuente: IMSS y STPS.

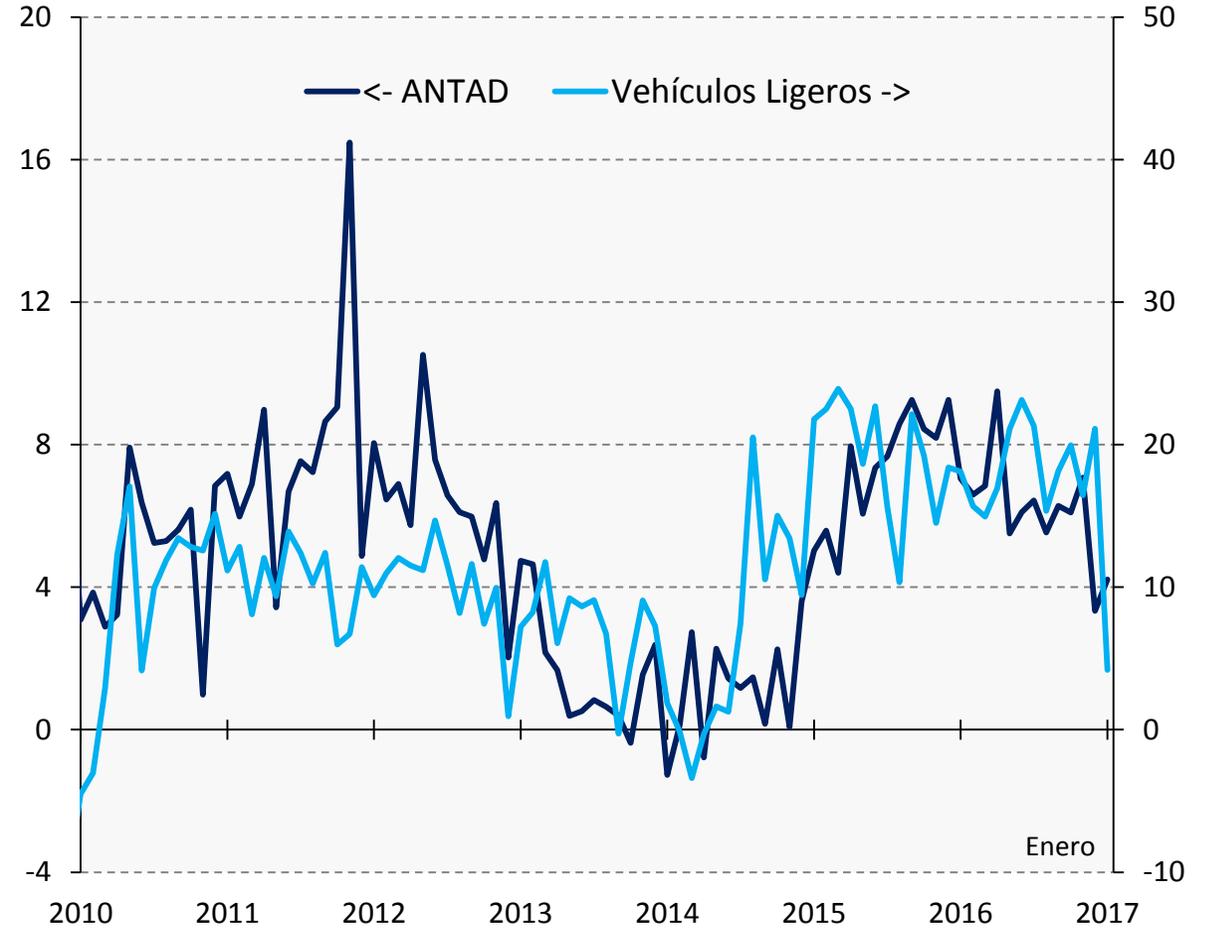
Algunos indicadores apuntan a una menor tasa de crecimiento económico durante el primer trimestre.

Confianza del Consumidor y Empresarial^{1/}
Índice Ene-2003 = 100 e Índice de Difusión, a.e.



1/ Confianza empresarial en el sector manufacturero.
a.e. / Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

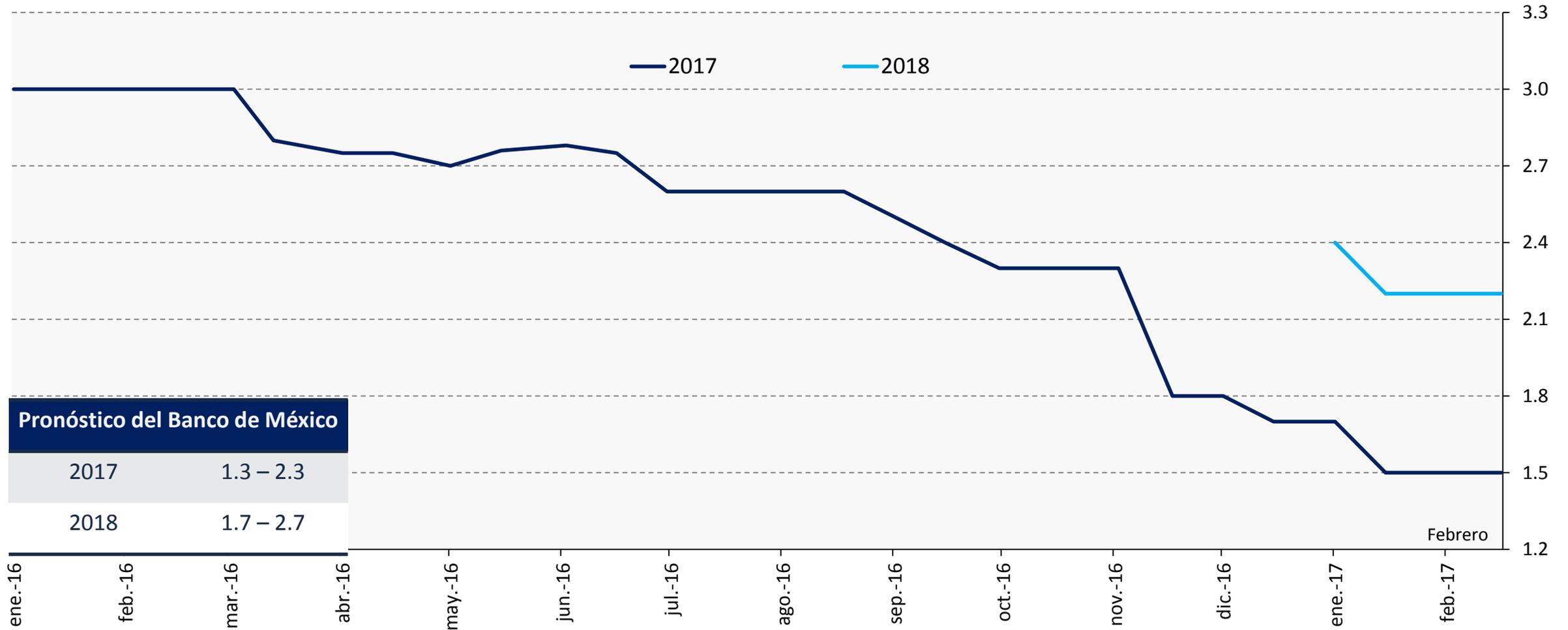
Ventas Totales de la ANTAD y de Vehículos Ligeros
Variación Porcentual Anual



Fuente: Banco de México, ANTAD y AMIA.

En este contexto, las proyecciones para el crecimiento del PIB en 2017 se han ajustado a la baja.

Proyecciones para el Crecimiento del PIB Real
% Anual

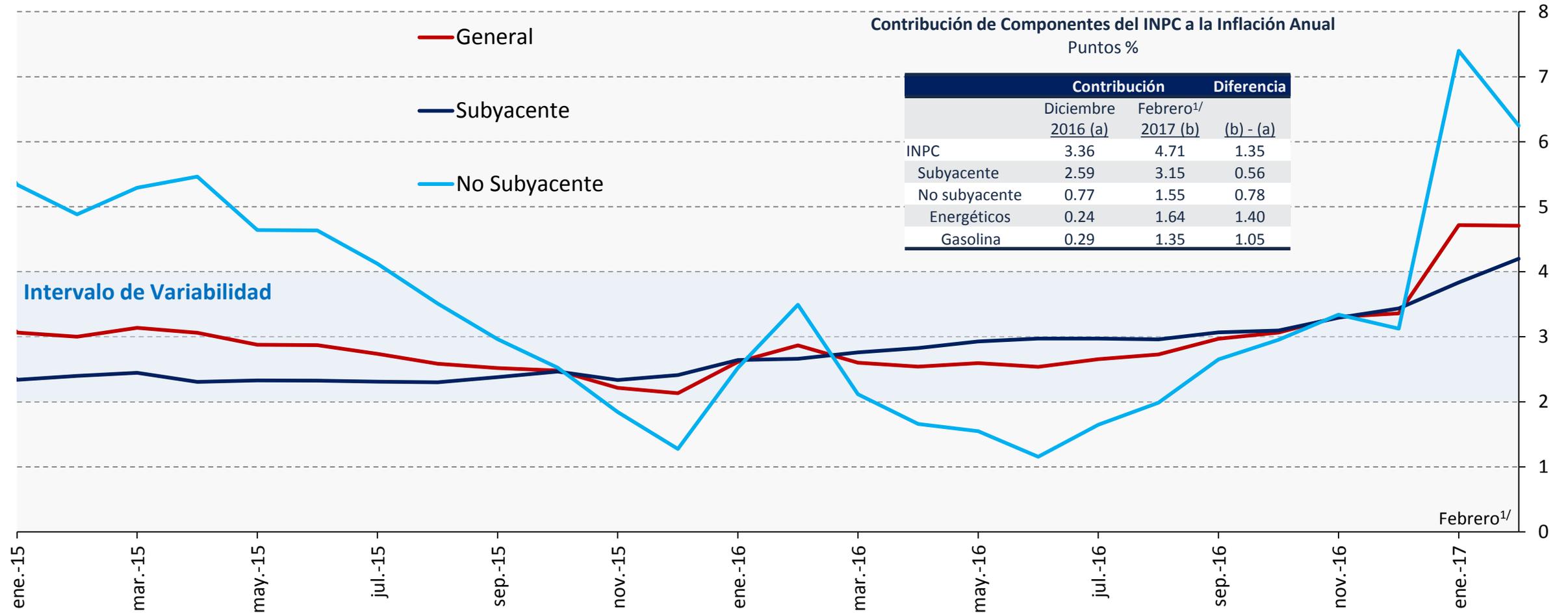


Pronóstico del Banco de México	
2017	1.3 – 2.3
2018	1.7 – 2.7

FUENTE:: Banco de México y Citibanamex.

La inflación ha aumentado, principalmente como consecuencia de la depreciación del peso, el ajuste de los precios de las gasolinas y la liberalización de los precios del gas.

Inflación del INPC % Anual

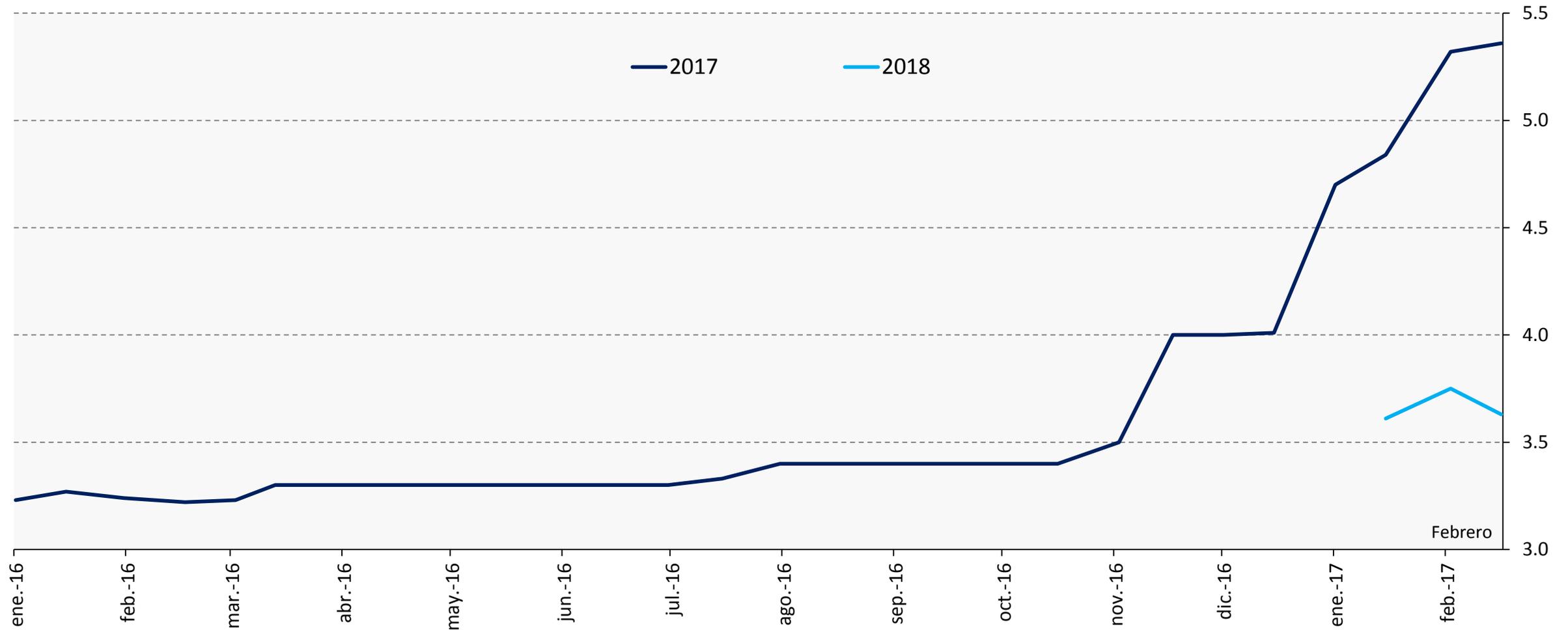


1/ Datos a la primera quincena de febrero.
Fuente: Banco de México e INEGI.

- ❑ Los choques de oferta observados a principios de este año, en conjunto con el aumento del salario mínimo, se reflejarán en la evolución de la inflación en los próximos meses.
- ❑ En consecuencia, se espera que la inflación muestre cifras por arriba del rango de variabilidad alrededor del objetivo de inflación a lo largo del año.
- ❑ No obstante, dada la naturaleza de estos choques y del comportamiento estacional de los precios de las gasolinas, se espera que la inflación disminuya en el segundo semestre de 2017, para nuevamente ubicarse dentro del intervalo de variabilidad en 2018.

Las expectativas de inflación a corto plazo son congruentes con este escenario...

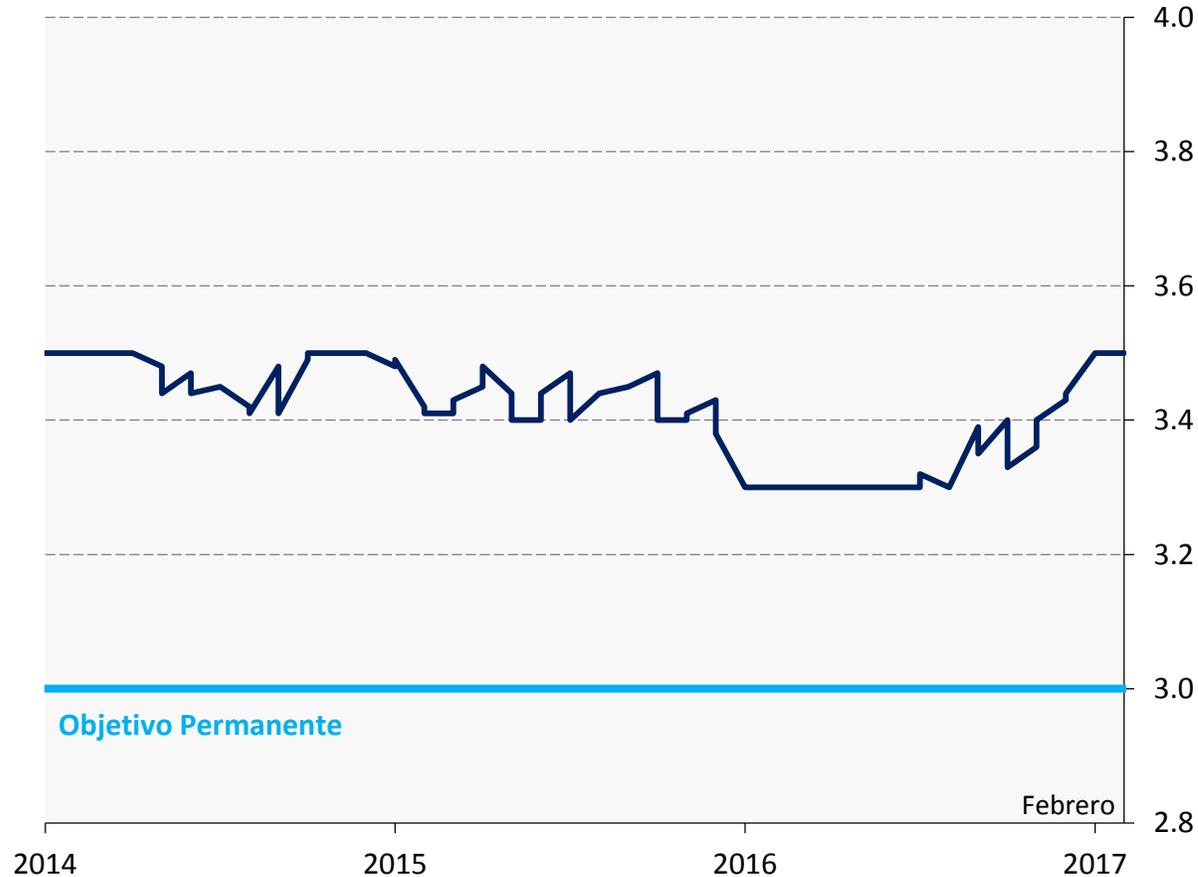
Expectativas de Inflación a Corto Plazo % Anual



Fuente: Citibanamex.

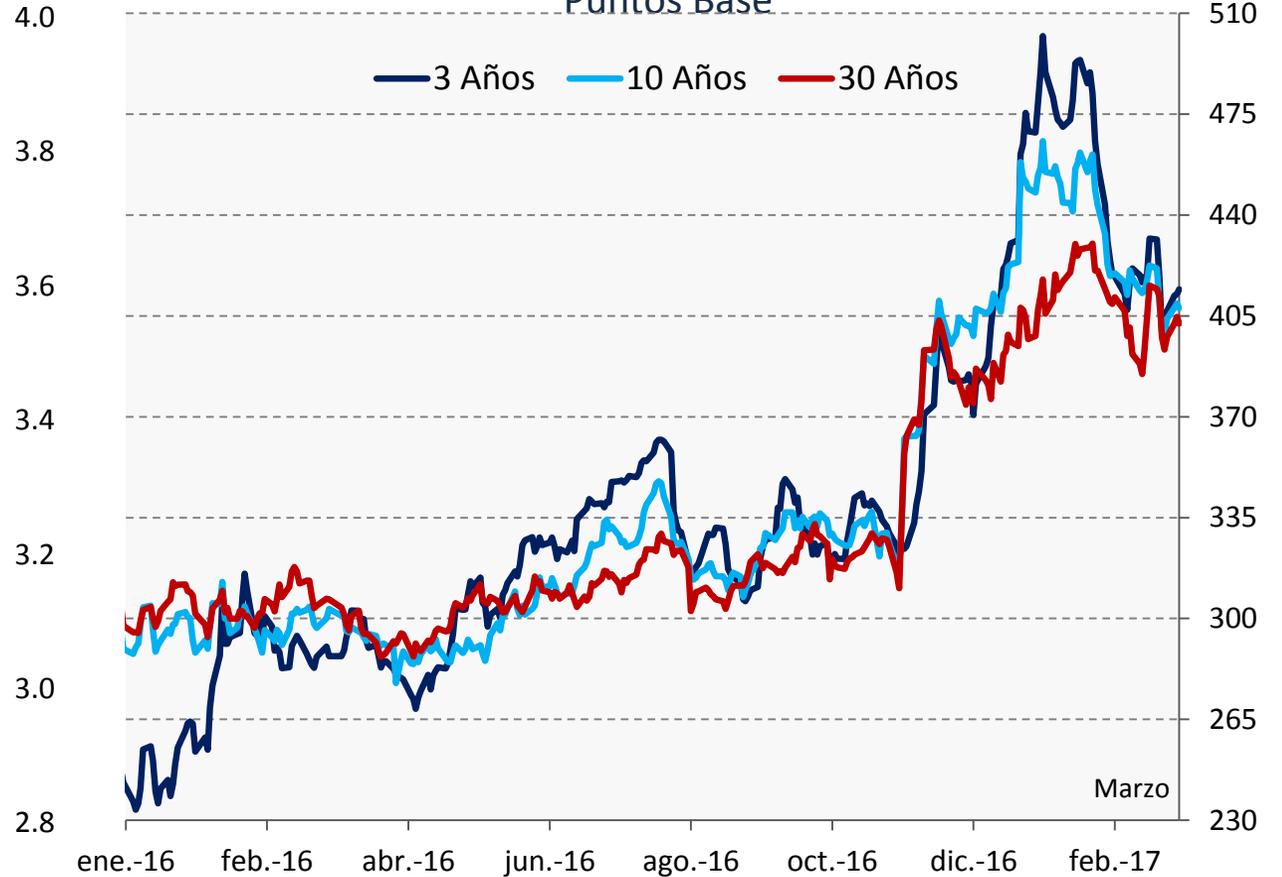
... aunque las expectativas de inflación de largo plazo basadas en encuestas se han incrementado ligeramente, mientras que la información derivada de instrumentos de mercado sugiere una mayor preocupación por la inflación a largo plazo.

Expectativas de Inflación a Largo Plazo^{1/}
% Anual



1/ Expectativa mediana para los próximos 2-6 años.
Fuente: Citibanamex.

Diferencial del rendimiento nominal y real sobre valores gubernamentales^{1/}
Puntos Base

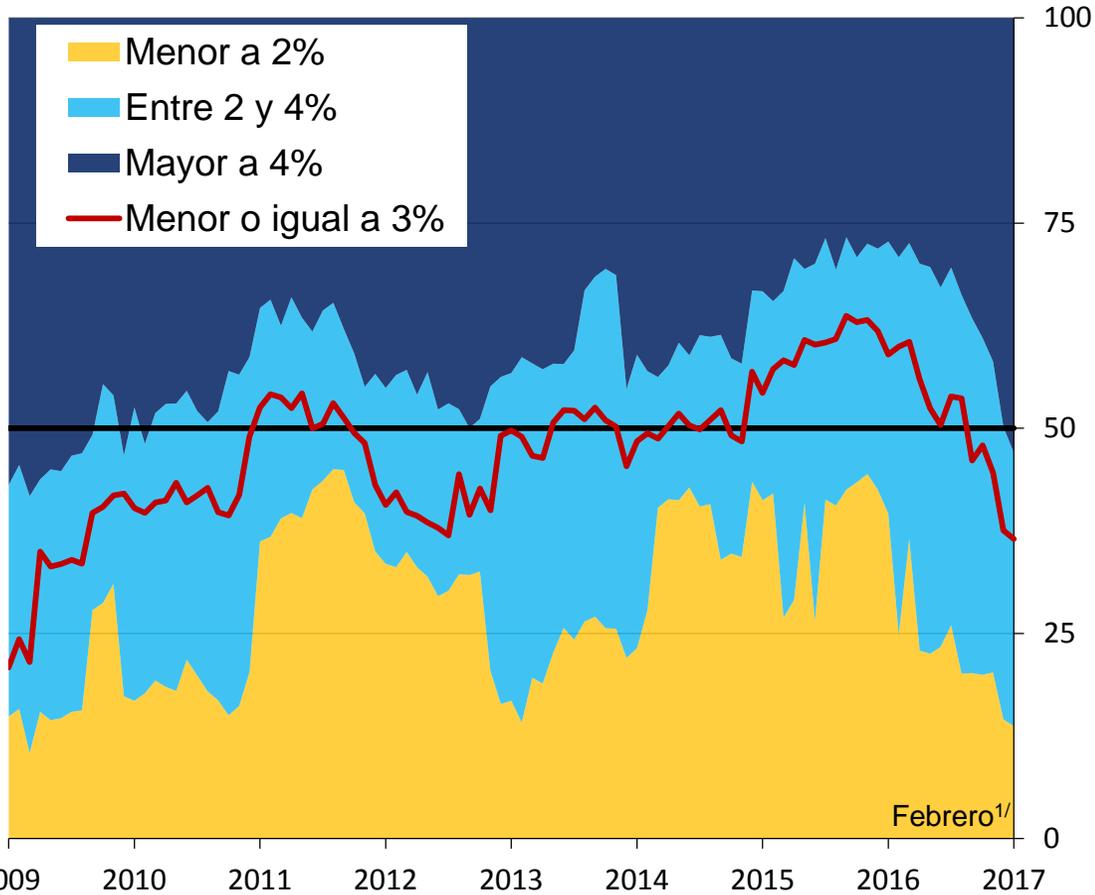


1/ Además de la inflación esperada, esta medición incluye otras primas de riesgo (e.g. inflacionario, de liquidez y de plazo).
Fuente: Banco de México con información de PiP.

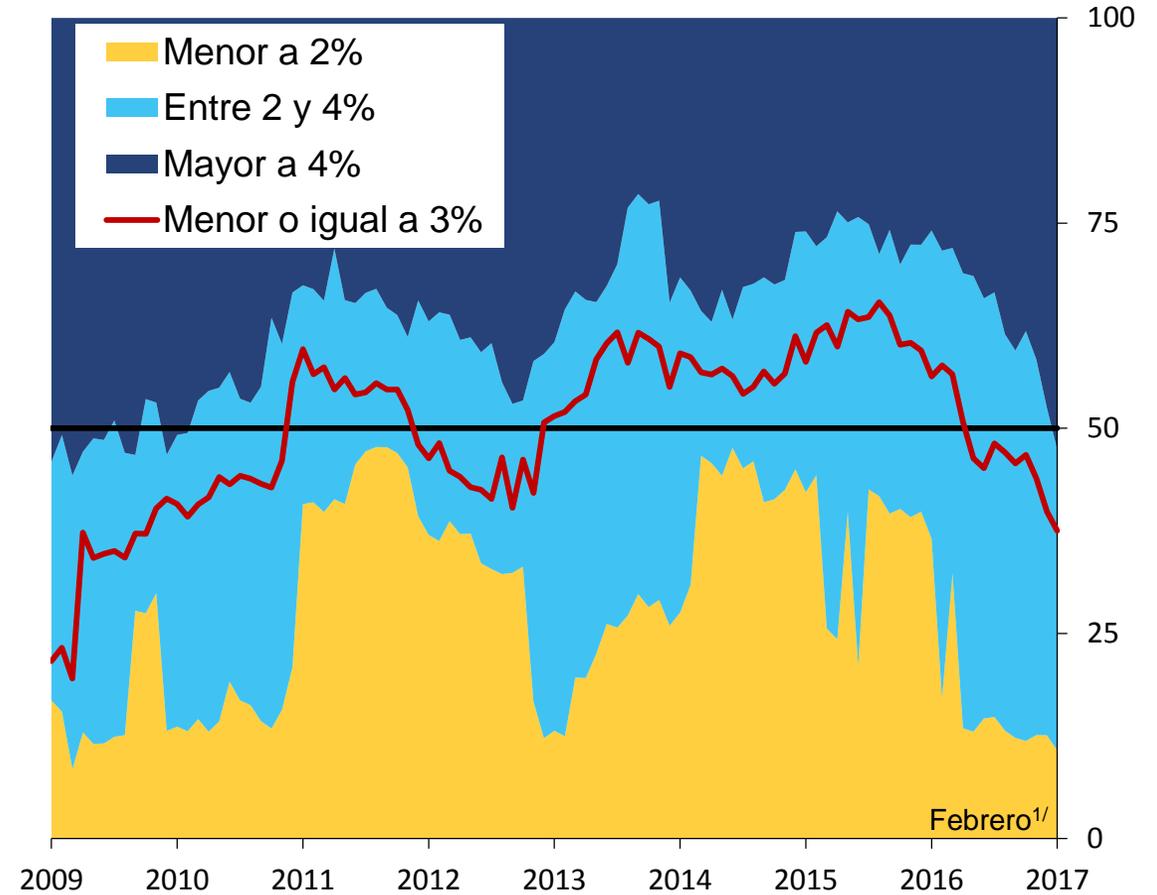
Aunque el impacto indirecto de los recientes choques de oferta en los precios ha sido hasta ahora limitado, la posibilidad de efectos de segundo orden constituye uno de los principales riesgos para la inflación en los próximos meses.

Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual
%

Inflación General



Inflación Subyacente



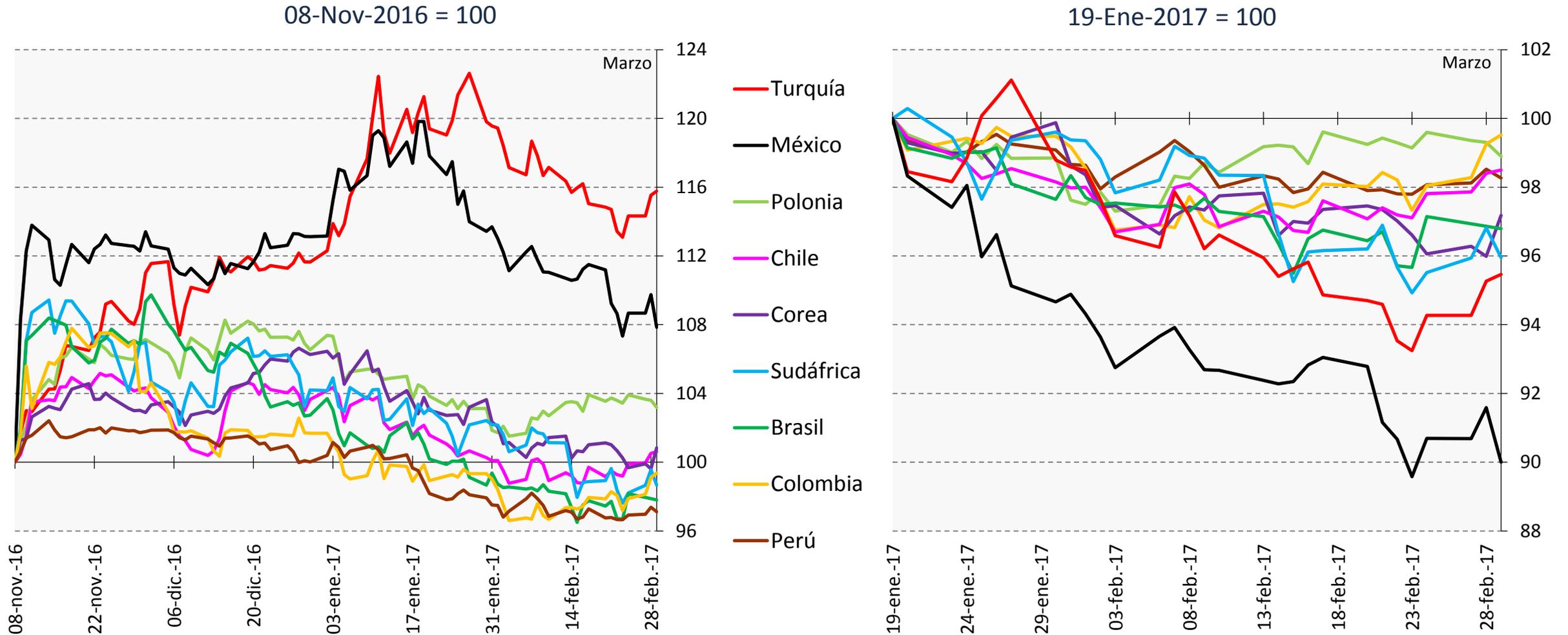
1/ Datos a la primera quincena de febrero.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Adicionalmente, la inflación podría ser afectada por:

- ❑ Un mayor efecto del traspaso de la depreciación cambiaria a los precios.
 - ✓ Una depreciación adicional del peso.
 - ✓ Un deterioro de la dinámica inflacionaria.
- ❑ El efecto transitorio de un incremento en los precios de productos agropecuarios.

Tras las presiones observadas como resultado del proceso electoral de EE.UU., el peso ha registrado una apreciación.

Economías Emergentes: Tipo de Cambio Nominal con Respecto al Dólar de Estados Unidos Índice



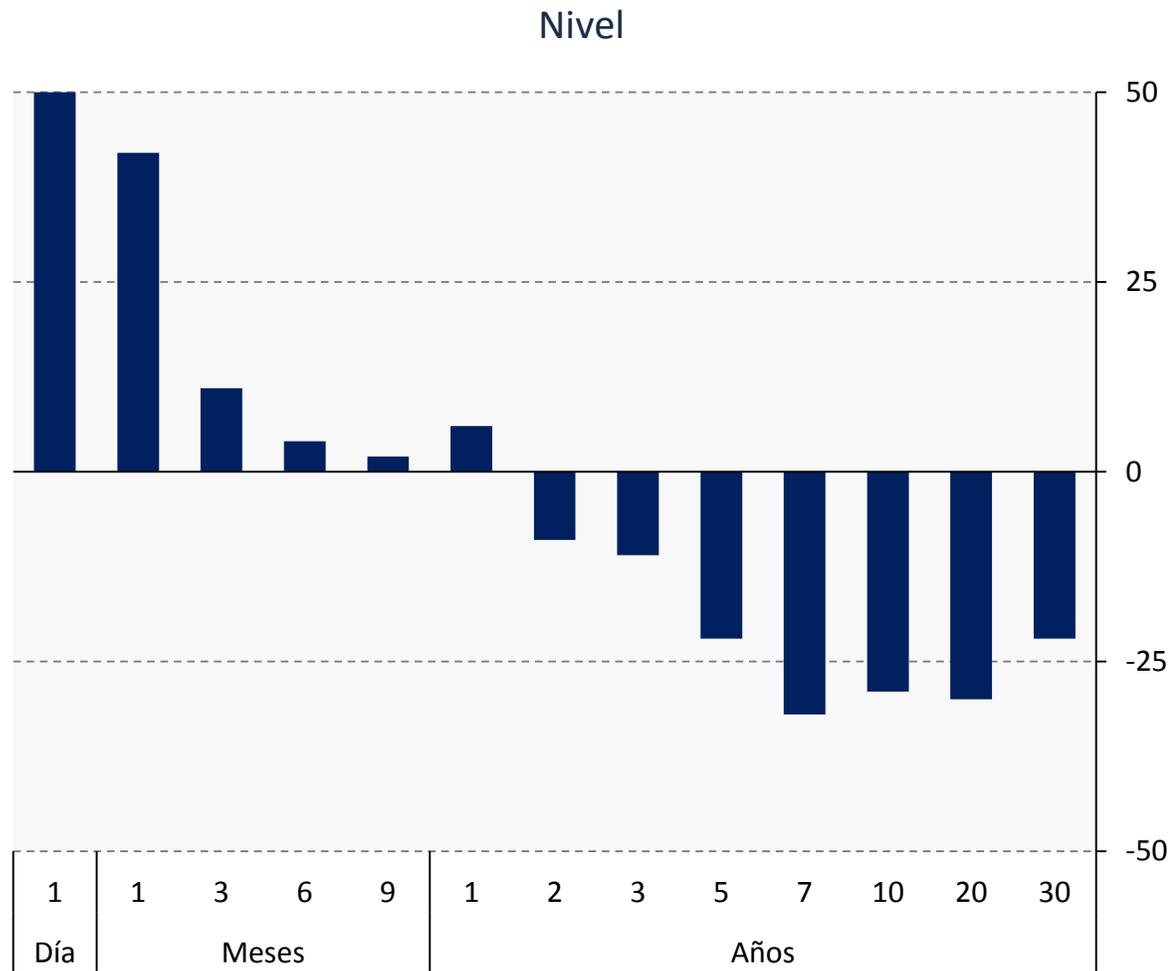
Fuente: Bloomberg.

Estas tendencias están respaldadas por la introducción de mecanismos de cobertura contra riesgos cambiarios.

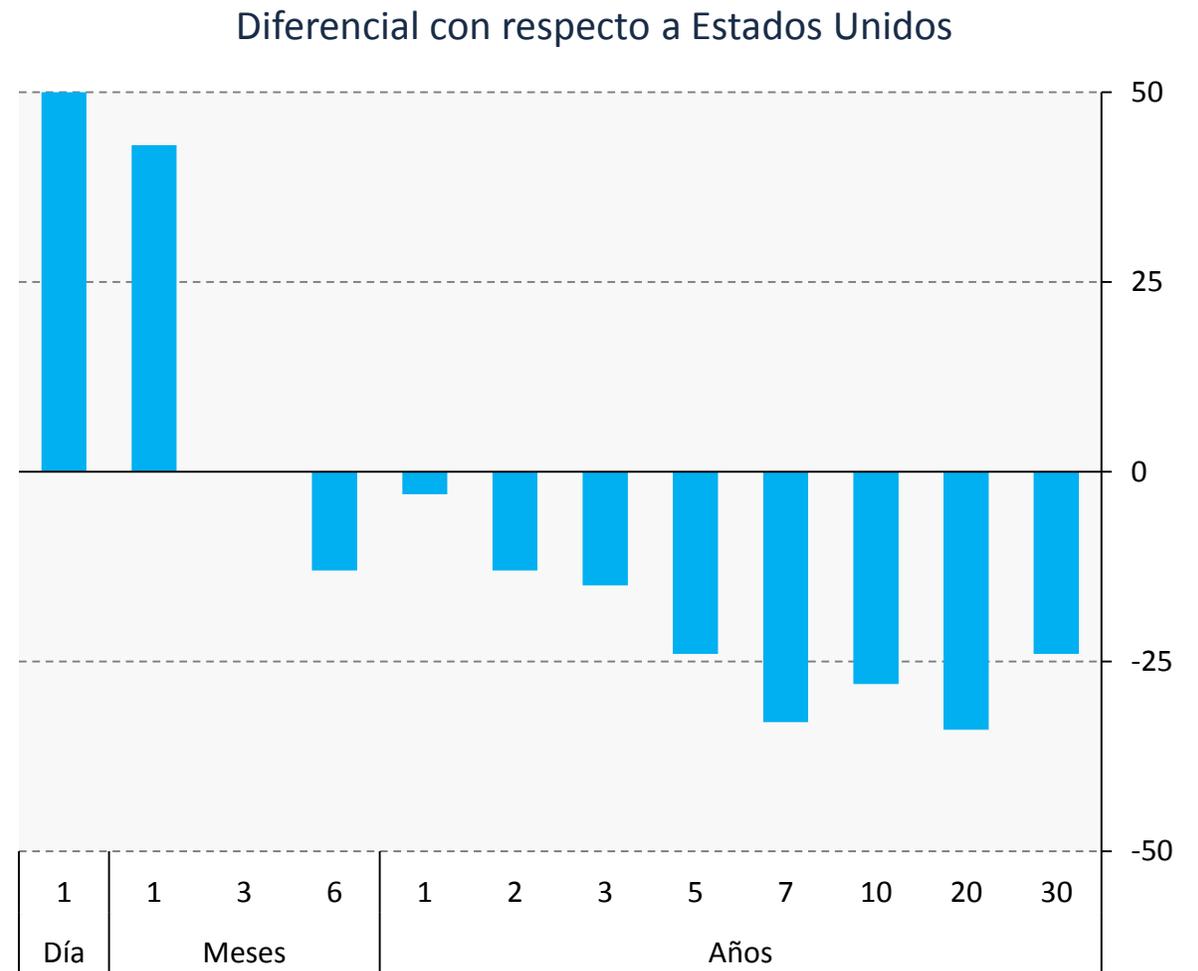
- ❑ Para propiciar un funcionamiento ordenado del mercado cambiario, la Comisión de Cambios anunció el 21 de febrero de 2017 su decisión de ofrecer coberturas cambiarias a los participantes del mercado.
- ❑ Esta medida no involucra el uso directo de las reservas internacionales del Banco de México, y está limitada a USD 20,000 millones.
- ❑ La primera subasta de dichos instrumentos está programada para el 6 de marzo de 2017, por un monto de hasta USD 1,000 millones.
- ❑ La Comisión de Cambios no descarta la posibilidad de instrumentar medidas adicionales en caso de ser necesario, y ha reiterado que el anclaje del valor del peso continuará procurándose principalmente mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

Adicionalmente, las tasas de interés han disminuido.

Variación de las Tasas de Interés Internas desde el 19 de Enero de 2017
Puntos Base



Fuente: Banco de México y PiP.



Fuente: Banco de México, PiP y US Department of the Treasury.

- En virtud de:
 - ✓ El repunte de la inflación a principios de 2017.
 - ✓ El incremento, aunque modesto, de las expectativas de inflación a largo plazo provenientes de encuestas.
 - ✓ La preocupación por la inflación a largo plazo que parece derivarse de los instrumentos de mercado.
 - ✓ La posibilidad de presiones adicionales sobre el peso en un entorno de incertidumbre inusualmente alto.
- Se requiere de una postura de política monetaria fuerte para evitar que los recientes choques por el lado de la oferta generen efectos de segundo orden y el desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo.

- ❑ Lo anterior no debería afectar negativamente la actividad económica.
- ❑ La alternativa de altos niveles de inflación o episodios de inestabilidad macroeconómica tendría implicaciones mucho más serias para el crecimiento de la economía.

- ❑ Considerando la posición cíclica de la economía y su evolución esperada, es poco probable que en los próximos meses se observen presiones de demanda sobre los precios.

- ❑ Por tanto, aunque es indispensable seguir muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación, es probable que las decisiones estén estrechamente vinculadas con las implicaciones de:
 - ✓ Los recientes choques de oferta.

 - ✓ El efecto del traspaso de la depreciación cambiaria a los precios.

 - ✓ La normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Consideraciones Finales

- ❑ La implementación de la política monetaria en México en los próximos meses continuará enfrentando un entorno de incertidumbre, resultado en su mayor parte de los riesgos derivados de las medidas de política que pudieran implementarse en Estados Unidos, así como de la evolución de las tasas de interés en ese país.
- ❑ Asimismo, la economía continuará reflejando los efectos de la depreciación del tipo de cambio, el aumento de los precios de los energéticos y otros choques recientes sobre la inflación.
- ❑ De esta manera, el principal reto que enfrenta la política monetaria será evitar que se presenten efectos de segundo orden originados por estos choques y, en general, el desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo.
- ❑ Los ajustes principalmente preventivos en la tasa de política monetaria realizados desde finales de 2015, han sido fundamentales para contener el impacto adverso de los recientes ajustes en los precios sobre las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, y el Banco de México modificará nuevamente su postura de política monetaria en la medida en que sea necesario.
- ❑ Por otra parte, se requiere de un enfoque equilibrado de política macroeconómica para garantizar un ajuste eficiente de la economía. Lo anterior destaca la importancia de los objetivos en materia fiscal anunciados por el gobierno federal para este y los próximos años.
- ❑ Las medidas anunciadas recientemente por la Comisión de Cambios para propiciar un funcionamiento más ordenado del mercado cambiario pueden también contribuir a lograr un enfoque de política más equilibrado.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx