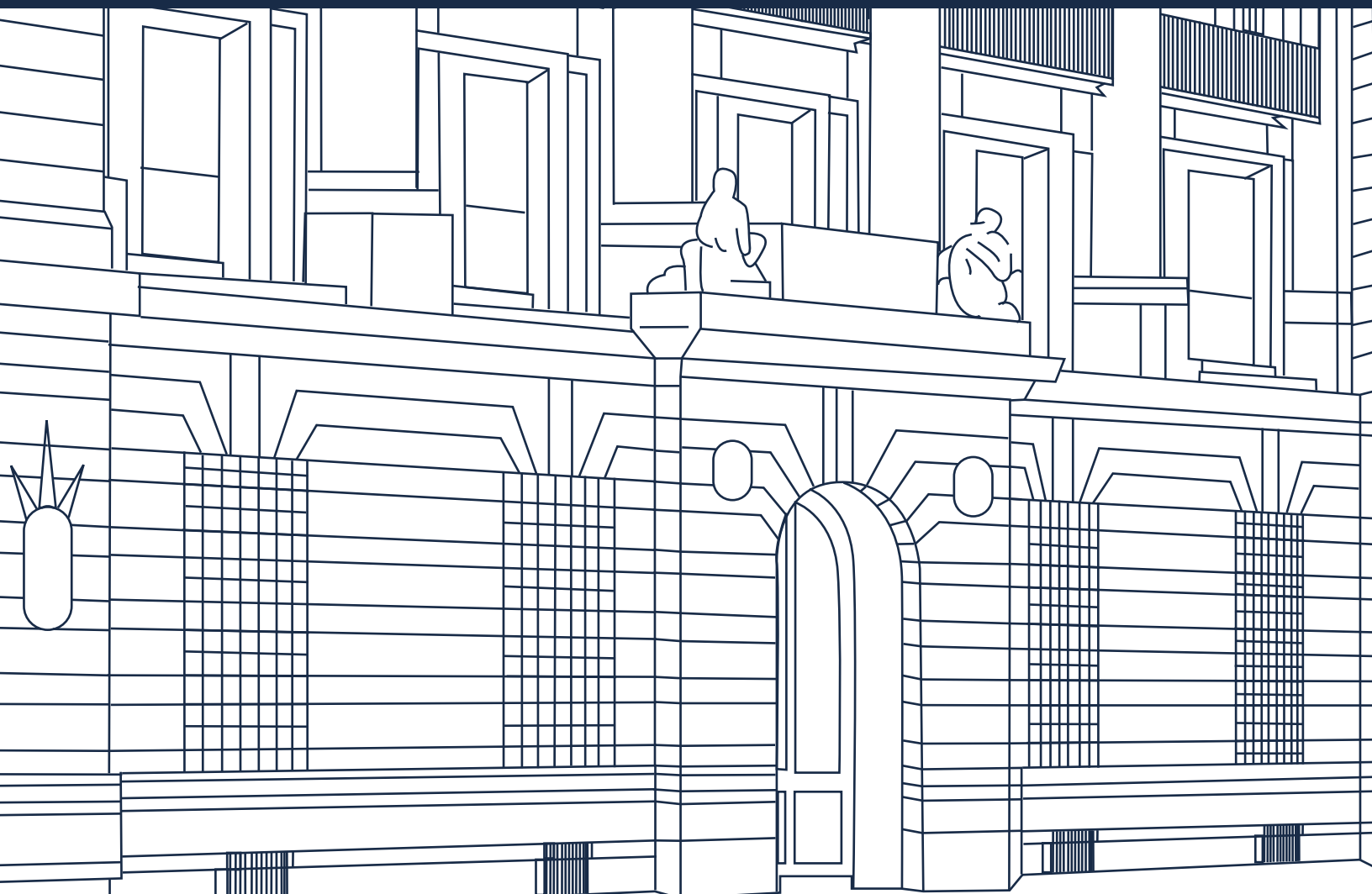




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 45

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 11 de agosto de 2016



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 11 de agosto de 2016.

### 1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. Luis Videgaray Caso, Secretario de Hacienda y Crédito Público

Dr. Fernando Aportela Rodríguez, Subsecretario 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

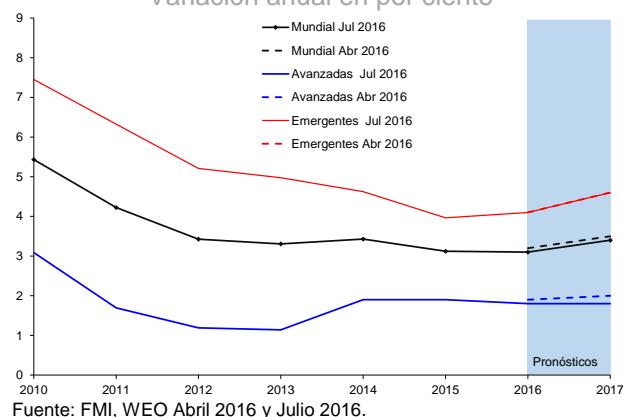
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

La economía global continuó presentando un bajo ritmo de expansión durante el segundo trimestre del año, revisándose a la baja las perspectivas de

crecimiento mundial (Gráfica 1). A este ajuste contribuyó tanto el impacto negativo que se estima tendrá la salida del Reino Unido de la Unión Europea, como el hecho de que otras economías avanzadas han crecido por debajo de lo previsto. Adicionalmente, persisten otros riesgos que pudieran tener consecuencias negativas sobre el crecimiento mundial, entre los que destacan factores geopolíticos, las posibles repercusiones del proceso electoral en Estados Unidos, el proceso de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, y nuevos episodios de inestabilidad financiera en China u otras economías emergentes.

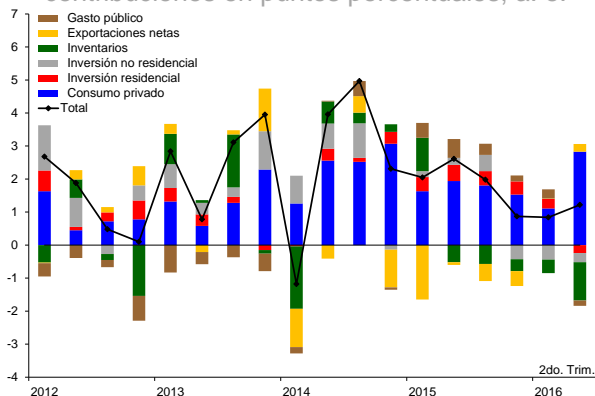
**Gráfica 1**  
**Pronósticos de Crecimiento de PIB Mundial**  
Variación anual en por ciento



Durante el segundo trimestre del año, la economía de Estados Unidos creció por debajo de lo esperado, a una tasa trimestral anualizada de 1.2 por ciento. Adicionalmente, se revisaron a la baja las cifras de crecimiento correspondientes a los dos trimestres previos. Si bien el consumo privado se expandió a un ritmo mayor de lo previsto y las exportaciones netas mostraron cierta mejoría, esto no fue suficiente para contrarrestar la profundización de la caída de la inversión fija privada, así como el significativo ajuste a la baja en la acumulación de inventarios y la disminución del gasto público (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.  
Fuente: BEA.

Por su parte, después de haberse contraído durante la mayor parte del primer semestre del año, la producción industrial en Estados Unidos tuvo una modesta mejoría en junio, lo cual se debió principalmente a una recuperación en la fabricación de vehículos automotrices y en la generación de electricidad y gas. Si bien los indicadores de confianza apuntan a una mejoría de la actividad manufacturera en el tercer trimestre, esta podría seguirse viendo afectada por los efectos de la apreciación del dólar y la continua debilidad de la demanda externa.

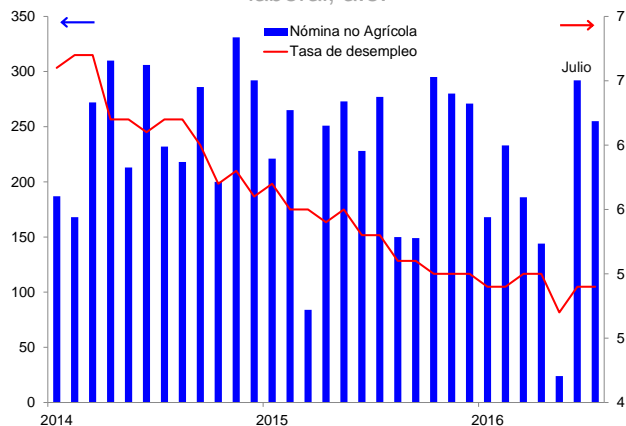
El aumento en la nómina no agrícola en Estados Unidos en junio y julio, después del bajo registro en mayo, ha reducido los temores sobre un posible debilitamiento del mercado laboral en ese país. En efecto, a pesar del aumento en la tasa de participación laboral, el ritmo de crecimiento de la nómina no agrícola ha sido suficiente para que la tasa de desempleo se ubique en un nivel cercano al que la Reserva Federal considera como de equilibrio de largo plazo (Gráfica 3). Dada la menor holgura en el mercado laboral, las remuneraciones han mostrado una recuperación gradual en el último año.

Luego de haberse registrado un aumento en el ritmo de crecimiento del PIB durante el segundo trimestre, los indicadores de confianza de los hogares y de los negocios en el Reino Unido se desplomaron en julio como consecuencia de la decisión de ese país de abandonar la Unión Europea. Lo anterior sugiere que dicho evento pudiera tener fuertes implicaciones negativas hacia adelante para el consumo y la inversión en ese país (Gráfica 4).

**Gráfica 3**

**EUA: Cambio Mensual en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo**

En miles de empleos y en por ciento de la fuerza laboral, a.e.

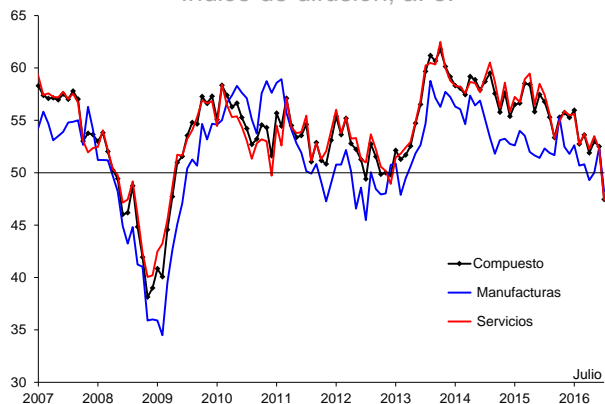


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BLS.

**Gráfica 4**

**Reino Unido: Índice de Gerentes de Compras**

Índice de difusión, a. e.



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

Por su parte, el crecimiento del PIB en la zona del euro se moderó durante el segundo trimestre, al descender de 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre a 1.1 por ciento en el segundo. Si bien se han reducido las preocupaciones en cuanto a los efectos sobre la actividad en la zona del euro por el resultado del referéndum del Reino Unido, existe el riesgo de que se agraven las vulnerabilidades en los sistemas bancarios de algunos países de la zona ante sus elevados niveles de morosidad, baja rentabilidad y capital insuficiente. Esta situación pudiera exacerbarse en un entorno de bajo crecimiento y menores tasas de interés, lo que podría repercutir

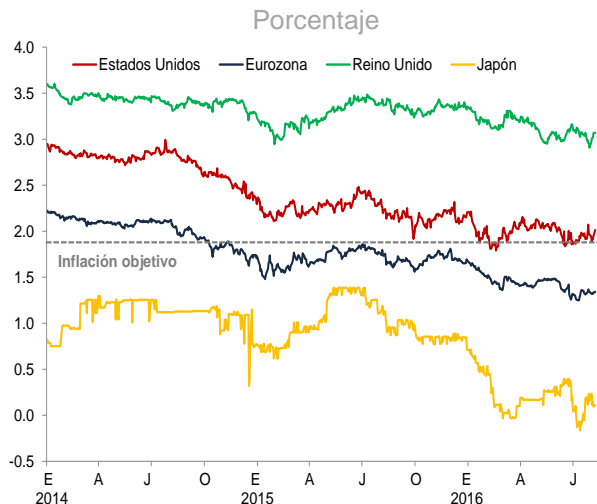
sobre las condiciones de financiamiento y la actividad económica de la región.

El crecimiento de las economías emergentes se ha mantenido en niveles relativamente bajos, si bien existen diferencias entre las principales economías. Por una parte, Brasil y Rusia han seguido contrayéndose, aunque a un ritmo menor al esperado. Por otra parte, el crecimiento anual del PIB en China se mantuvo estable en 6.7 por ciento en el segundo trimestre. Además, las economías emergentes con elevados niveles de endeudamiento, permanecen expuestas a cambios repentinos en la aversión al riesgo y en el rumbo de la política monetaria de Estados Unidos, lo cual podría propiciar salidas de capital y un apretamiento de las condiciones financieras.

En este entorno de perspectivas de un modesto crecimiento global, los precios internacionales de las materias primas mostraron caídas desde la última reunión de política monetaria. En efecto, los precios del petróleo retrocedieron tras el restablecimiento de la producción en diversos países que habían experimentado ciertas interrupciones temporales, a lo cual se sumaron indicios de un debilitamiento en la demanda y una acumulación de inventarios por encima de lo esperado. Asimismo, los precios de los granos acentuaron su caída debido a perspectivas favorables para las cosechas a nivel global. Por el contrario, si bien permanecen en niveles bajos con respecto a años anteriores, los precios de los metales exhibieron un ligero incremento durante julio. Esto ante un fortalecimiento de la demanda de China y las reducciones en la producción de ciertos metales.

En las principales economías avanzadas, la inflación y sus expectativas continuaron en niveles bajos, particularmente en la zona del euro y Japón (Gráfica 5). En contraste, en las economías emergentes el comportamiento de la inflación fue diferenciado. Así, mientras que en algunos países de América Latina este indicador continuó ubicándose por encima de los objetivos de sus bancos centrales, en algunos países de Asia y Europa la inflación siguió en niveles reducidos.

**Gráfica 5**  
**Inflación implícita en los swaps de inflación de cinco años dentro de cinco años de países seleccionados\***

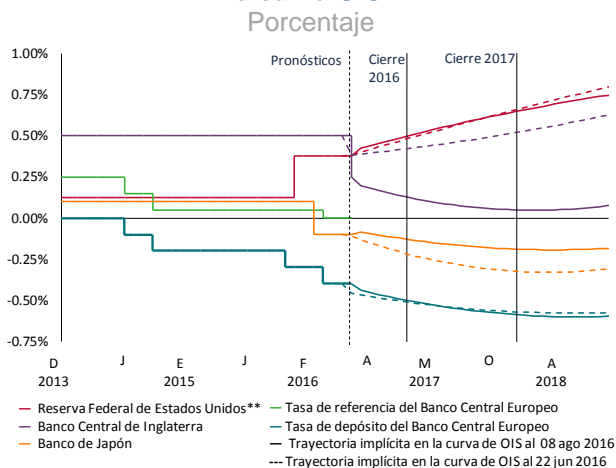


Fuente: Bloomberg.

\*Swap de inflación: es un contrato por el cual una de las partes se compromete a pagar la tasa esperada de inflación (fija) y recibir la tasa de inflación realizada durante el período (variable).

En este contexto de menores perspectivas de crecimiento y de baja inflación para las economías avanzadas, se espera que la política monetaria en dichas economías permanezca muy acomodaticia por un periodo prolongado (Gráfica 6). En particular, en su reunión de julio la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.25 a 0.5 por ciento. No obstante, esta Institución se mostró más optimista que en la reunión de junio con respecto a las condiciones del mercado laboral, las expectativas de inflación y los riesgos de corto plazo para las perspectivas económicas. Así, se continúa previendo un ajuste gradual al alza en la tasa de fondos federales para este año y el próximo.

**Gráfica 6**  
**Evolución de las trayectorias de las tasas de referencia de países seleccionados implícitas en la curva OIS\***



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%).

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de julio, destacó la importancia de las acciones tomadas recientemente para contener el aumento en la volatilidad y en la incertidumbre derivados de los resultados del referéndum en el Reino Unido. Adicionalmente, señaló que en los próximos meses hará una evaluación de sus perspectivas de inflación y crecimiento en la zona del euro para determinar si se requieren cambios en su política monetaria.

El Banco de Japón anunció en su reunión de julio la expansión de su programa de compras de fondos negociados en bolsa y de su facilidad especial de financiamiento en dólares. Si bien las medidas anunciadas en ese momento decepcionaron a los mercados, esta Institución indicó que llevará a cabo una evaluación integral de su postura monetaria en la próxima reunión a finales de septiembre. Asimismo, destacó las sinergias entre el nuevo paquete fiscal y las medidas de estímulo monetario anunciadas para apuntalar el crecimiento y asegurar el logro de la meta de inflación.

Finalmente, en su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra adoptó un paquete de nuevos estímulos monetarios que consistió en un recorte de 25 puntos base en su tasa de referencia para ubicarla en 0.25 por ciento, la expansión de su programa de compras de activos gubernamentales en 60 mil millones de libras esterlinas a un saldo de 435 mil millones de

libras, la introducción de un programa de compras de bonos corporativos hasta por 10 mil millones de libras esterlinas, y el establecimiento de un nuevo programa de financiamiento para los bancos. Al mismo tiempo, señaló que existe margen para adoptar medidas de estímulo adicionales y que la mayoría de los miembros espera un recorte adicional en la tasa de referencia a un nivel cercano a cero en lo que resta del año. Así, el Banco de Inglaterra considera que, ante la debilidad que se anticipa en la demanda agregada, es apropiado proporcionar un mayor estímulo monetario, a pesar de un posible aumento temporal de la inflación por encima de su meta de 2 por ciento.

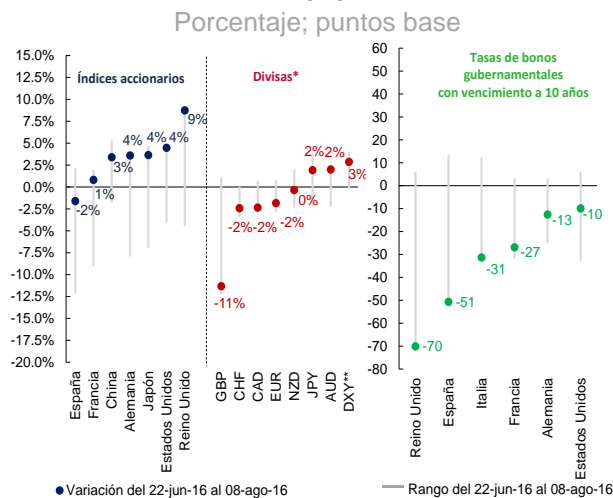
## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Luego del incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales asociado al referéndum en el Reino Unido, esta se redujo, ante la percepción de que los efectos de dicho evento estarían acotados principalmente a ese país, la respuesta del Banco de Inglaterra y de los principales bancos centrales proveyendo liquidez, y la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias en las economías avanzadas. Así, las condiciones de operación de los mercados no sufrieron mayores afectaciones y, en general, tampoco se observó un apretamiento de las condiciones financieras a nivel global.

En este contexto de políticas monetarias más laxas en los principales países desarrollados, las tasas de interés de bonos gubernamentales volvieron a disminuir de forma importante, alcanzando niveles históricamente bajos, incluso ubicándose en terreno negativo en varios países. Por su parte, los índices accionarios, que presentaron pérdidas importantes en los días posteriores al referéndum, revirtieron en casi todos los casos dicho movimiento, para terminar con ganancias de entre 1 por ciento y 9 por ciento. Finalmente, en los mercados cambiarios, las principales divisas de países desarrollados registraron depreciaciones moderadas, alrededor de 2 por ciento, con excepción de la libra esterlina, que perdió más de 11 por ciento ante los resultados del referéndum y la consecuente expectativa de una política monetaria más acomodaticia por parte del Banco de Inglaterra. Por el contrario, el yen japonés se apreció 2 por ciento luego de que, como ya se mencionó, el banco central mantuviera su política monetaria sin cambio, a pesar de las expectativas prevalecientes en el mercado (Gráfica 7).

**Gráfica 7**  
**Evolución de indicadores financieros**  
**seleccionados del 22 de junio al 9 de agosto de**  
**2016**



Fuente: Bloomberg.

\*Indica la variación de la cotización de la divisa en cuestión con respecto al dólar de los EUA.

\*\*DXY: Promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis divisas más operadas mundialmente frente al dólar con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

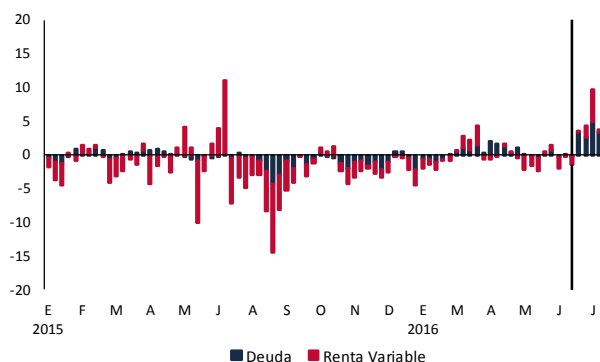
No obstante el buen desempeño de los mercados financieros observado en estas últimas semanas, aún existen diversas vulnerabilidades que podrían afectar su comportamiento, así como a la evolución de la actividad económica a nivel global. Por un lado, las consecuencias de la salida de Reino Unido de la Unión Europea podrían empezar a reflejarse de manera más clara, en el transcurso de los siguientes meses, e incluso tener repercusiones más amplias a través del canal de estabilidad financiera. En particular, preocupa el impacto negativo en la cartera crediticia del sector financiero europeo ante un potencial debilitamiento de la actividad económica en la región, y el deterioro en la rentabilidad del sistema bancario europeo ante los bajos niveles de tasas de interés. Por otro lado, se han acrecentado las dudas sobre la efectividad de la política monetaria y sobre los grados de libertad de las autoridades fiscales para estimular la actividad económica en el conjunto de países desarrollados. Finalmente, la incertidumbre política podría acentuarse en los próximos meses conforme se acerque la fecha de referéndums y elecciones en algunos países de Europa y Estados Unidos.

## 2.2.2. Mercados emergentes

Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, los activos financieros de países emergentes presentaron, en la mayoría de los casos, un comportamiento positivo. Esto, a pesar del resultado del referéndum en Reino Unido a favor de la salida de la Unión Europea. Este buen sentimiento hacia los mercados emergentes está asociado a la perspectiva de que los bancos centrales de los principales países desarrollados mantengan una postura altamente acomodaticia durante un periodo más prolongado. Lo anterior propició una renovada búsqueda por rendimiento que se tradujo en flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros hacia países emergentes (Gráfica 8), en un ambiente de menor volatilidad (Gráfica 9). De esta manera, la mayoría de las divisas, bonos e índices accionarios de países emergentes registraron un comportamiento favorable, mientras que diversos indicadores de riesgo, tales como las volatilidades implícitas en las opciones de divisas, presentaron decrementos importantes desde los niveles máximos que se observaron al inicio del periodo. Cabe destacar que la volatilidad observada en los activos de Turquía estuvo asociada al fallido golpe de estado en dicho país y a la fuerte respuesta al mismo por parte del presidente Recep Tayyip Erdogan.

**Gráfica 8**  
**Flujos de fondos dedicados a mercados**  
**emergentes por tipo de activo**

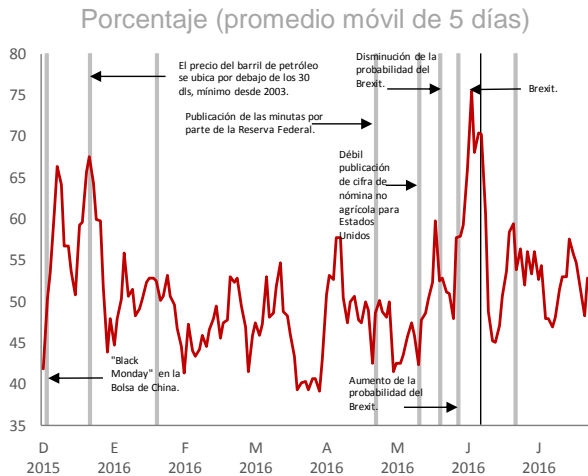
Flujos semanales en miles de millones de dólares



Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

### Gráfica 9 Varianza explicada por el primer componente de una canasta de divisas



Nota: El análisis incluye las siguientes divisas: peso mexicano, dólar canadiense, real brasileño, peso chileno, dólar neozelandés, dólar australiano, yen japonés, baht tailandés, euro, zloty polaco, rand sudafricano, lira turca y libra esterlina. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México, mientras que la línea punteada indica la decisión extraordinaria del 17 de febrero de Banco de México.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg cada cinco minutos entre las 5:30 am y 3:30 pm.

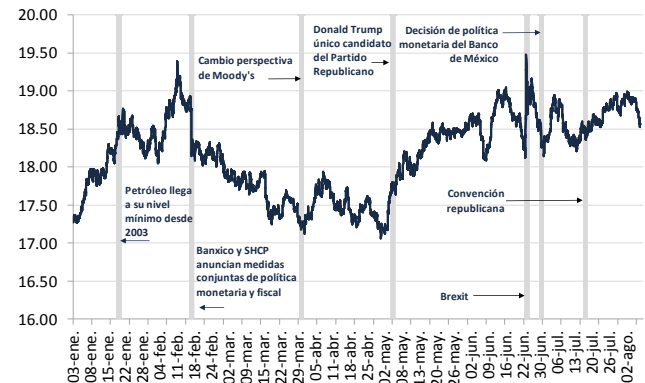
#### 2.2.3. Mercados en México

Los mercados financieros en México registraron un desempeño similar al de la mayoría de los mercados emergentes. De esta manera, desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el peso mexicano mostró una corrección de los niveles máximos (19.53 pesos por dólar) alcanzados tras el resultado del referéndum en Reino Unido, a niveles de 18.30 pesos por dólar, acumulando una apreciación de 0.1 por ciento durante el periodo (Gráfica 10). Es importante precisar que se observó una mejora en las condiciones de operación del mercado cambiario, destacando los niveles más bajos de volatilidad y el menor diferencial de compraventa (Gráfica 11).

Con relación al mercado de valores de deuda, la última decisión de política monetaria propició un aumento importante en las tasas de los instrumentos de menor duración, mientras que el mayor apetito por parte de inversionistas extranjeros e institucionales nacionales por adquirir instrumentos

de mayor duración generó un decremento en los rendimientos de los instrumentos de mayor plazo. Esta combinación de factores implicó un aplanamiento de la curva de rendimientos a niveles no vistos desde 2009 (Gráfica 12).

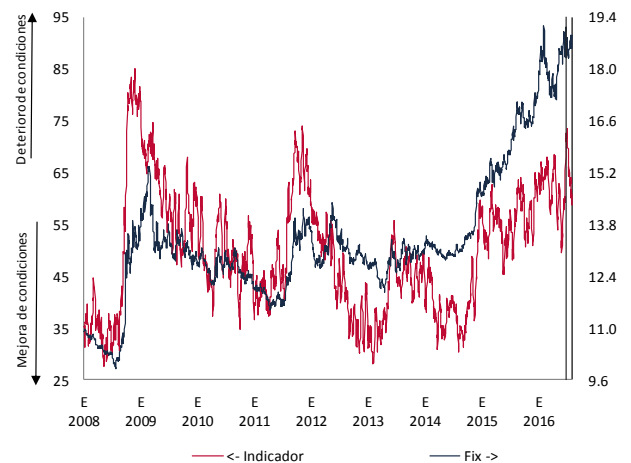
### Gráfica 10 Tipo de cambio del peso mexicano Pesos por dólar



Nota: Información correspondiente a las cotizaciones de cada media hora del tipo de cambio

Fuente: Bloomberg

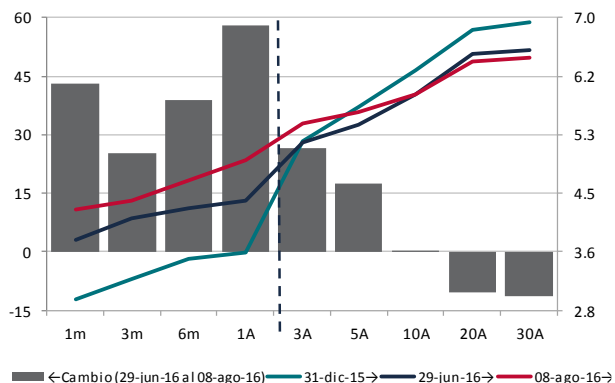
### Gráfica 11 Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario Índice, pesos por dólar



Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calcula los percentiles en el periodo de 2008 a 2016 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Reuters con cálculos por parte de Banco de México.

**Gráfica 12**  
**Curva de rendimientos de valores gubernamentales a tasa fija nominal**  
 Puntos base, porcentaje



Fuente: Banco de México con información de PiP.

Finalmente, respecto al rumbo esperado de la política monetaria en México, el mercado anticipa que el siguiente ajuste en la tasa de referencia podría ser tan pronto como en septiembre, mientras que algunos economistas continúan condicionando los próximos incrementos a las futuras acciones en materia de política monetaria que lleve a cabo la Reserva Federal.

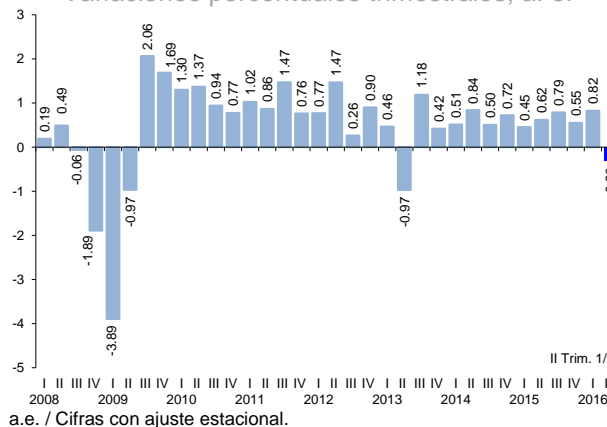
### 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

#### 2.3.1. Actividad económica

Según la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el segundo trimestre de 2016 la economía mexicana registró una contracción (Gráfica 13). Este comportamiento obedeció a que el consumo privado se desaceleró, al tiempo que la inversión y la demanda externa mantuvieron el débil desempeño que han venido presentando desde mediados de 2015 y finales de 2014, respectivamente.

**Gráfica 13**  
**Producto Interno Bruto**

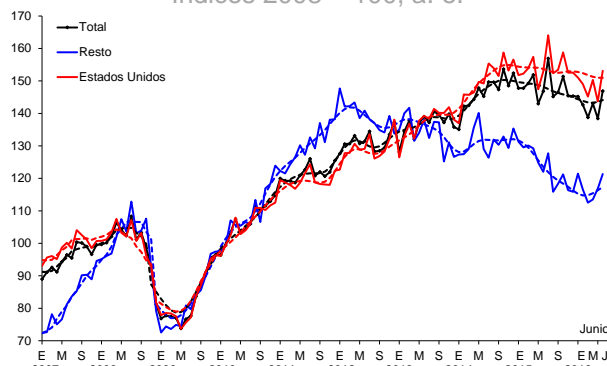
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



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

En el periodo abril-junio de 2016 prevaleció la atonía de las exportaciones manufactureras de México, en el contexto de un desempeño mediocre del comercio mundial y de bajo crecimiento global (Gráfica 14). En particular, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos continuaron presentando un comportamiento débil. A su interior, las automotrices exhibieron una trayectoria decreciente, en tanto que las no automotrices continúan siendo afectadas por la evolución adversa de las exportaciones manufactureras estadounidenses. Por su parte, las exportaciones mexicanas destinadas al resto del mundo parecerían haber dejado de caer en el segundo trimestre de 2016, si bien aún permanecen en niveles bajos.

**Gráfica 14**  
**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 con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

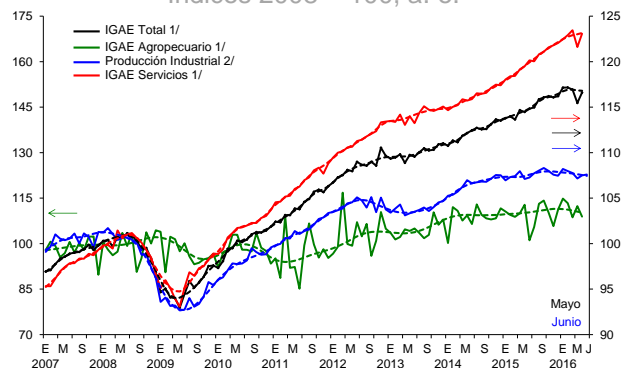


En cuanto a la demanda interna, en primer lugar destaca que, después de haber mostrado un elevado dinamismo durante 2015 y principios de 2016, algunos indicadores sugieren que en los primeros meses del segundo trimestre de 2016 el consumo privado se desaceleró. Por su parte, la inversión fija bruta continuó presentando cierta tendencia negativa, toda vez que la inversión en construcción permaneció estancada –en parte como consecuencia de la caída en los servicios asociados a la minería–, en tanto que la inversión en maquinaria y equipo siguió exhibiendo una trayectoria descendente.

En lo que respecta a la actividad económica por el lado de la producción, la caída en el segundo trimestre del año fue resultado de que, al estancamiento que han venido presentando las actividades secundarias desde principios de 2015, se sumó el hecho de que las terciarias detuvieron su expansión (Gráfica 15).

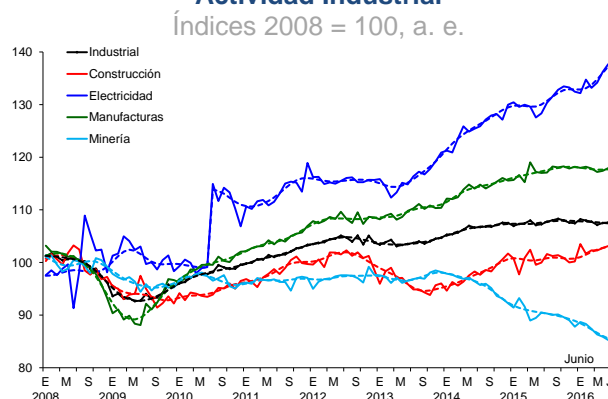
Al interior de la actividad industrial, en el segundo trimestre de 2016 la minería siguió mostrando una trayectoria decreciente, a la vez que las manufacturas siguieron desacelerándose. Por el contrario, la construcción y la electricidad registraron una mejoría respecto al débil desempeño que exhibieron en 2015 (Gráfica 16). En este contexto, la debilidad del sector manufacturero y, más recientemente, del gasto interno, se ha transmitido gradualmente a las actividades terciarias. De este modo, en el bimestre abril-mayo se observó una desaceleración en los servicios de comercio, en los financieros, inmobiliarios y de alquiler, en los de transporte e información en medios masivos, y en los de alojamiento temporal y preparación de alimentos.

**Gráfica 15**  
**Indicadores 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.  
1/ Cifras a mayo de 2016.  
2/ Cifras a junio de 2016 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 16**  
**Actividad Industrial**  
Índices 2008 = 100, a. e.



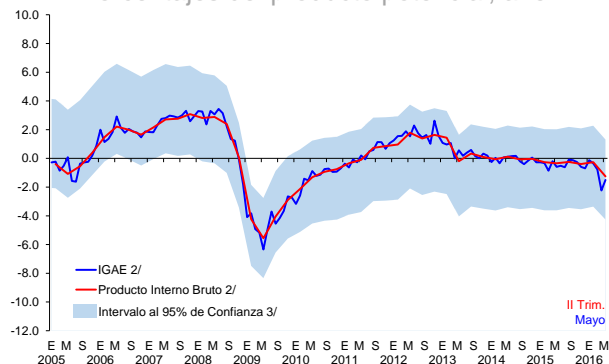
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Derivado del comportamiento reciente de la actividad productiva, la brecha del producto parecería haberse mantenido negativa durante el segundo trimestre de 2016 (Gráfica 17).

**Gráfica 17**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2016; cifras del IGAE a mayo de 2016.

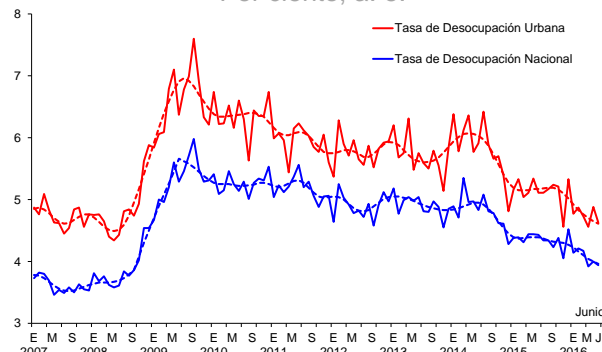
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

No obstante lo anterior, algunas variables del mercado laboral indican que las condiciones en este mercado siguieron mejorando gradualmente. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron disminuyendo gradualmente durante el segundo trimestre del año en curso (Gráfica 18) y el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia ascendente. Sin embargo, la tasa de participación disminuyó respecto al trimestre anterior. En este contexto, la evolución de los principales indicadores salariales, junto con el comportamiento que ha presentado la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra de la economía hayan permanecido en niveles bajos.

**Gráfica 18**  
**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.

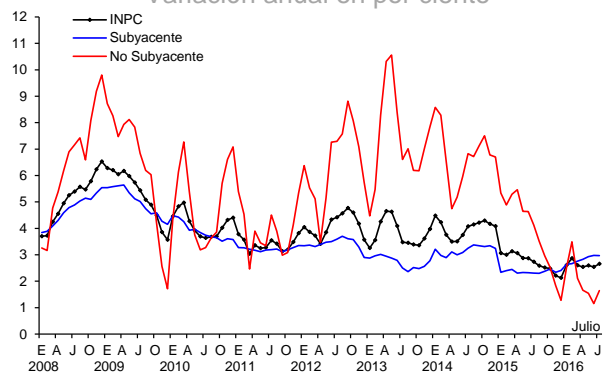
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En lo que respecta al financiamiento al sector privado no financiero, la información al segundo trimestre de 2016 sugiere que este continuó creciendo a tasas relativamente elevadas, si bien más moderadas que el trimestre previo. En este contexto, los costos del financiamiento han tendido a reflejar los incrementos en el objetivo de la tasa de política monetaria –en particular en el caso del financiamiento a las empresas–, no obstante que permanecen en niveles cercanos a sus mínimos históricos, y los índices de morosidad en general se mantienen en niveles bajos y estables. Lo anterior sugiere a que no hay presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Después de haber alcanzado un nivel de 2.54 por ciento en junio, la inflación general anual se ubicó en 2.65 por ciento en julio, con lo cual acumuló quince meses consecutivos por debajo de la meta permanente de 3 por ciento. La adecuada conducción de la política monetaria y del entorno de holgura que prevalece en la economía, se ha reflejado en el buen desempeño tanto de la inflación subyacente, como de la no subyacente (Gráfica 19 y Cuadro 1).

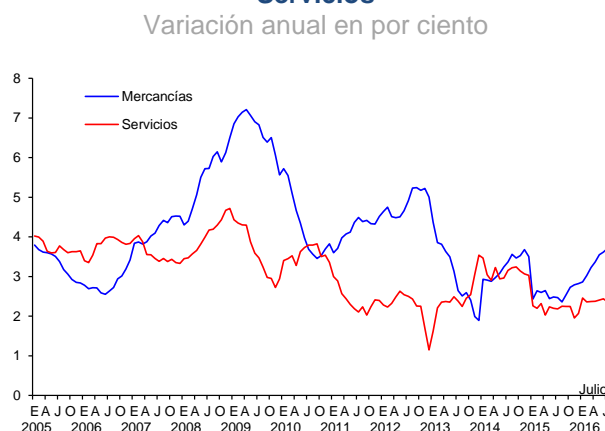
**Gráfica 19**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

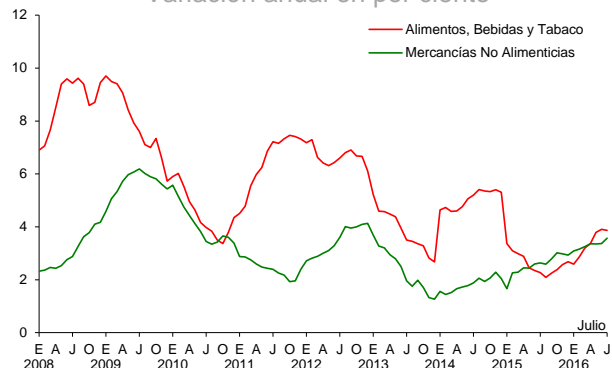
En particular, si bien la inflación subyacente anual ha mostrado, acorde a lo previsto, una tendencia gradual al alza, en parte como resultado de la depreciación que ha experimentado la moneda nacional, esta se sigue ubicando por debajo de 3 por ciento. Su aumento gradual ha sido producto de las mayores tasas de crecimiento anual de los precios de las mercancías, destacando al respecto la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de las mercancías alimenticias. En contraste, los precios de los servicios continúan registrando un bajo ritmo de crecimiento. De esta forma, el incremento en la inflación subyacente obedece, en buena medida, a un ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto a los de los servicios, sin que hasta el momento exista evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía (Gráfica 20, Gráfica 21 y Cuadro 1).

**Gráfica 21**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**  
 Variación anual en por ciento



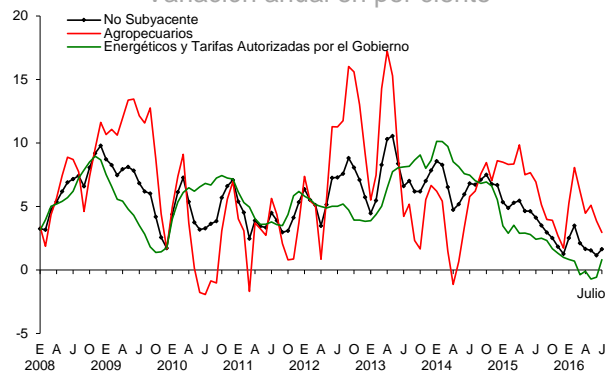
Por su parte, la inflación no subyacente anual se ubica en niveles especialmente bajos, lo que se debe, en parte, a las reducidas tasas de crecimiento anual que han registrado los precios de los productos agropecuarios, así como al efecto aritmético sobre la variación anual del índice no subyacente ocasionado por las disminuciones de precio en algunos energéticos al inicio del año. Si bien este indicador exhibió un repunte en julio asociado, principalmente, a los incrementos en los precios de las gasolinas y de las tarifas eléctricas de alto consumo, su nivel siguió ubicándose en niveles reducidos, registrando 1.65 por ciento en ese mes, mientras que en junio exhibió un nivel de 1.16 por ciento (Gráfica 22 y Cuadro 1).

**Gráfica 20**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 22**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Si bien las expectativas de inflación permanecen ancladas, la mediana para el cierre de 2016 proveniente de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado aumentó de 3.1 a 3.2 por ciento entre la encuesta de mayo y la de julio de 2016. Por su parte, las correspondientes al cierre de 2017 se mantuvieron estables alrededor de 3.4 por ciento, en tanto que aquellas para horizontes de más largo plazo permanecen en 3.3 por ciento desde principios de año. De igual forma, 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) continúan cerca de 3 por ciento.

En lo que se refiere a los pronósticos para la inflación general anual, se espera que en los siguientes meses esta aumente de manera gradual, para cerrar el año ligeramente por arriba de 3 por ciento, con un promedio para el año en su conjunto ligeramente por debajo de esa cifra. Lo anterior considera la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como la evolución de las referencias internacionales de estos energéticos. Para 2017, se estima que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que se encuentran los siguientes. Al alza, que la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales, lo que a su vez podría afectar las expectativas de inflación y el comportamiento de esta última. Lo anterior se podría sustentar en: i) la incertidumbre asociada al resultado del proceso electoral de Estados Unidos y sus implicaciones, ii) la posibilidad de precios del petróleo débiles, iii) un deterioro del déficit de la cuenta corriente, y iv) el potencial reinicio de la normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal. También podrían llegar a observarse aumentos en precios de productos agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación sería transitorio. Entre los riesgos a la baja destaca que se presenten reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación, como consecuencia de las reformas estructurales. De igual forma, que la actividad económica nacional presente hacia adelante un dinamismo menor al anticipado, lo que reduciría la posibilidad de que se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

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

Concepto	Diciembre 2015	Junio 2016	Julio 2016
<b>INPC</b>	<b>2.13</b>	<b>2.54</b>	<b>2.65</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.41</b>	<b>2.97</b>	<b>2.97</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2.82</b>	<b>3.61</b>	<b>3.71</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	3.91	3.87
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.37	3.57
<b>Servicios</b>	<b>2.07</b>	<b>2.44</b>	<b>2.36</b>
Vivienda	2.01	2.25	2.31
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.14	4.18
Otros Servicios	1.46	2.12	1.86
<b>No Subyacente</b>	<b>1.28</b>	<b>1.16</b>	<b>1.65</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>1.72</b>	<b>3.87</b>	<b>2.97</b>
Frutas y Verduras	5.62	10.88	7.04
Pecuarios	-0.46	0.28	0.82
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>1.00</b>	<b>-0.56</b>	<b>0.81</b>
Energéticos	0.06	-1.56	-0.55
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	1.20	3.20

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.

La mayoría de los miembros sostuvo que las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial continuaron revisándose a la baja. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró con respecto a la decisión anterior de política monetaria, dada la contracción que presentó la actividad en el segundo trimestre, después del crecimiento reportado en el trimestre previo. En este contexto, la mayoría sostuvo que durante el segundo trimestre del año la brecha del producto parecería haberse mantenido negativa. También señaló que la inflación general anual se ubica en niveles inferiores a la meta permanente, como consecuencia principalmente del comportamiento de la inflación no subyacente, ya que la inflación subyacente ha seguido mostrando una moderada tendencia al alza, acorde con lo previsto. Además, la mayoría anticipó que para los siguientes meses se espera que la inflación general anual aumente gradualmente para cerrar el año ligeramente por arriba de 3 por ciento, promediando en 2016 un nivel ligeramente por debajo de esa cifra. La mayoría de los integrantes estimó que, tomando en cuenta el incremento del Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 50 puntos base determinado en junio pasado, el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria es neutral.

La mayoría de los integrantes coincidió en que la actividad económica global sigue mostrando debilidad. Asimismo, la mayoría indicó que las perspectivas para el crecimiento mundial han continuado revisándose a la baja, reflejando en parte el impacto estimado de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, así como el hecho de que otras economías avanzadas se han expandido a un ritmo menor al esperado. Adicionalmente, algunos miembros aseveraron que los riesgos a la baja para el crecimiento mundial han aumentado y que las expectativas de inflación y de crecimiento globales se mantienen en niveles bajos. En particular, uno de ellos señaló que en este año podría observarse una tasa de crecimiento económico inferior a la alcanzada el año previo. Un integrante destacó que la debilidad en la actividad económica mundial puede atribuirse a varios factores que se han retroalimentado, como una persistente falta de demanda a nivel global –fenómeno denominado

como estancamiento secular–, la fuerte desaceleración de la productividad, el relajamiento competitivo que han llevado a cabo varios bancos centrales, así como la materialización de choques geopolíticos. Añadió que el mercado parece descontar que dichas condiciones continuarán por un tiempo prolongado. Además, resaltó que esto se puede observar, por ejemplo, en los instrumentos financieros para Estados Unidos, que siguen apuntando hacia tasas de interés e inflación bajas – las cuales se han mantenido en niveles históricamente reducidos– por un horizonte amplio de tiempo. Finalmente, la mayoría comentó que las deprimidas perspectivas de crecimiento global han llevado a una caída en los precios de las mercancías básicas, incluyendo los del petróleo.

La mayoría de los integrantes mencionó que el crecimiento del PIB en Estados Unidos durante el segundo trimestre resultó inferior a lo anticipado, revisándose también a la baja las cifras de los dos trimestres previos. Añadió que lo anterior reflejó la debilidad de la inversión fija privada, una significativa caída en los inventarios y una contracción del gasto público. Indicó que, no obstante lo anterior, se observó un comportamiento favorable del consumo privado y cierta mejoría en las exportaciones netas. Algunos agregaron que la fortaleza del mercado laboral y el dinamismo del crédito han sido factores que han impulsado al consumo. La mayoría notó que en el tercer trimestre del año han predominado sorpresas positivas en algunas cifras de actividad económica en los Estados Unidos. En particular, algunos señalaron que los índices de gerentes de compras sugieren cierta mejoría de la actividad manufacturera, añadiendo uno de ellos que esto podría augurar un mayor crecimiento económico en ese país. A lo anterior, un integrante añadió el sólido comportamiento del consumo privado y la expectativa de un desvanecimiento del efecto negativo de los inventarios. A pesar de ello, otro destacó que las revisiones recientes a las cifras de crecimiento, el resultado del PIB del segundo trimestre, la fortaleza del dólar y la debilidad de la actividad económica mundial, han ocasionado que las perspectivas de las exportaciones netas en Estados Unidos y de la inversión no sean muy alentadoras. De esta manera, indicó que las perspectivas de crecimiento y de la producción industrial en Estados Unidos se han revisado a la baja. En cuanto al mercado laboral, la mayoría afirmó que se han atenuado algunas de las preocupaciones que existían sobre su comportamiento. En particular, uno de ellos mencionó que la tasa de desocupación ha permanecido en niveles congruentes con estimaciones de largo plazo para dicho indicador, mientras que la generación de empleos ha logrado mantener un elevado dinamismo. Adicionalmente,

sostuvo que la tasa de crecimiento de algunos indicadores salariales está mostrando una tendencia al alza. Respecto a la inflación de ese país, destacó que esta continúa registrando lecturas significativamente inferiores al objetivo.

Dado lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que en su decisión de julio, la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales sin cambio, a la vez que indicó que los riesgos de corto plazo para el panorama económico han disminuido. Por tanto, notó que se continúa previendo un ajuste gradual al alza en la tasa de fondos federales para este año y el próximo, y apuntó que se espera una política monetaria laxa en Estados Unidos por un periodo prolongado. Un integrante añadió que esto se ha traducido en un buen comportamiento de prácticamente todas las divisas frente al dólar. Asimismo, algunos señalaron que los analistas anticipan que la próxima alza en la tasa de fondos federales ocurra a finales de este año. Uno agregó que, en los últimos días, la probabilidad de un aumento de 25 puntos base en la tasa de fondos federales en 2016, implícita en las curvas de futuros, se ha incrementado de manera importante, ubicándose en la actualidad en alrededor de 50 por ciento. Finalmente, otros integrantes destacaron que prevalecen diferencias entre las expectativas de los analistas y las que provienen de instrumentos de mercado respecto a la trayectoria de la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, ya que las de mercado apuntan a un panorama de alzas más lento que lo sugerido por analistas.

En lo referente a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros comentó que estas se han expandido a un ritmo menor al esperado. Uno apuntó que continúa la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de las economías desarrolladas, específicamente del Reino Unido y de la zona del euro. La mayoría expresó que los efectos negativos del resultado del referéndum del Reino Unido se han acotado a este país, si bien uno aclaró que es probable que las implicaciones del Brexit en la actividad económica y en la inflación de la zona del euro se reflejen más claramente en los próximos meses. Al respecto, la mayoría indicó que, en la zona del euro, el crecimiento económico se ha moderado y la inflación se mantiene en niveles bajos. Otro señaló que los indicadores de confianza continuaron débiles. Adicionalmente, la mayoría mostró preocupación acerca de la debilidad del sistema bancario de algunos países de la zona, la cual podría estarse agravando dado que algunos bancos no cuentan con reservas congruentes con el importe de sus carteras vencidas, en particular el caso de los bancos italianos y portugueses. Por otra parte, la mayoría de los integrantes resaltó que el desempeño

económico de Japón sigue siendo más débil de lo esperado. Algunos comentaron que la inflación en este país continúa muy baja, puntualizando uno de ellos que esta se ha mantenido en terreno negativo y que las expectativas de inflación han seguido deteriorándose.

En este entorno, la mayoría de los integrantes consideró que la política monetaria de países avanzados se mantendrá muy acomodaticia por un periodo largo. La mayoría destacó que el Banco de Inglaterra anunció la implementación de un paquete de estímulo monetario, señalando la posible adopción de medidas adicionales en caso de ser necesario. Uno especificó que inclusive se anticipan acciones de naturaleza fiscal para apoyar la recuperación económica de ese país. Adicionalmente, la mayoría apuntó que se espera que el Banco Central Europeo incremente sus medidas de relajamiento monetario. Por otra parte, algunos miembros indicaron que hacia adelante no se descarta un relajamiento monetario adicional por parte del Banco de Japón, puntualizando uno de ellos que lo anterior tiene lugar en un contexto en el cual las autoridades de este país anunciaron medidas de estímulo fiscal y monetario, que no fueron tan profundas como lo esperaba el mercado. Finalmente, algunos miembros comentaron que las autoridades monetarias de estas economías poseen márgenes de maniobra ya reducidos, y uno de ellos indicó que ello podría vulnerar su credibilidad.

La mayoría subrayó que la actividad económica en las economías emergentes no ha logrado mostrar un mayor dinamismo, si bien algunos integrantes destacaron que durante el año se ha detenido su desaceleración, en gran medida por una mejora en la actividad económica en China. Uno resaltó que este grupo de países ha mostrado resistencia al impacto del resultado del referéndum en el Reino Unido, lo cual se ha manifestado en que recientemente las perspectivas de crecimiento de estas economías hayan permanecido sin cambio, tras una serie de constantes revisiones a la baja en trimestres anteriores. No obstante, apuntó que continúan observándose importantes riesgos a la baja para estas economías como resultado tanto de factores externos, como de vulnerabilidades internas. Respecto a China, mencionó que, en lo que va de 2016, el crecimiento del PIB en este país ha sido congruente con el objetivo de las autoridades, aunque se mantiene la perspectiva de una desaceleración gradual en el mediano plazo. La mayoría coincidió en que persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento chino debido al alto endeudamiento, a los bajos índices de rentabilidad en algunos sectores, a la existencia de una elevada capacidad ociosa, así como a que el principal

impulso de la actividad en ese país proviene de la inversión pública.

La mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que después del aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales observado luego del referéndum en el Reino Unido, la estabilidad en estos mercados se restableció ante la percepción de que los efectos de dicho evento se acotarían principalmente a dicho país; la respuesta del Banco de Inglaterra y de los principales bancos centrales proveyendo liquidez, así como la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias en las economías avanzadas. Uno de ellos agregó que la menor preocupación respecto a la recuperación económica de Estados Unidos también ha contribuido a mitigar el aumento en la volatilidad observada. En este sentido, un miembro subrayó que el impacto financiero del Brexit ha resultado menor al de otros eventos de riesgo global, como la crisis de Grecia, y añadió que se recuperaron los valores accionarios y se redujeron las tasas de interés en las economías avanzadas. En este contexto, algunos integrantes destacaron que los flujos de capital hacia economías emergentes han repuntado por la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas internacionales. En relación con los efectos negativos del referéndum específicos sobre el Reino Unido, un miembro indicó que se han manifestado tanto en la debilidad de la libra esterlina, como en los bajos precios de los fondos de bienes raíces. Hacia adelante, la mayoría advirtió que continúan existiendo riesgos de observar episodios de volatilidad en los mercados financieros, en respuesta a factores geopolíticos y, en particular, a las posibles consecuencias del proceso electoral en Estados Unidos, así como ante las medidas previsibles de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal. Uno de ellos agregó que se ha reducido el margen de maniobra tanto para la política monetaria como para la fiscal en las economías avanzadas. Otro añadió que la gran incertidumbre que hay sobre el comportamiento del precio del petróleo también puede inducir nuevos episodios de volatilidad. En este entorno, un integrante advirtió que la creciente laxitud monetaria global, si bien tiene el efecto de atenuar presiones financieras de corto plazo, podría estar gestando desbalances significativos a través de un mayor apalancamiento que ponga en peligro la estabilidad financiera mundial.

La mayoría de los miembros coincidió en que, de acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el segundo trimestre de 2016 la actividad económica en México mostró una contracción, después del crecimiento reportado en el trimestre previo. Todos los integrantes destacaron

que al estancamiento que se venía observando en el sector industrial, se añadió un freno al crecimiento del sector terciario. Asimismo, un miembro detalló que continuó la prolongada caída de la minería y que se redujo el dinamismo de la producción manufacturera, lo que aparentemente ha comenzado a limitar el crecimiento de importantes segmentos del sector servicios, como el comercio y el transporte. Por su parte, la mayoría señaló que los indicadores oportunos sugieren una debilidad generalizada de los distintos componentes de la demanda agregada en el segundo trimestre, destacando el débil desempeño que mantienen las exportaciones manufactureras y la inversión. Uno ahondó sobre la contracción de las exportaciones manufactureras, mencionando que parecen obedecer no solo a una menor producción manufacturera en Estados Unidos, sino también a la reducción de las exportaciones de ese país. No obstante, algunos miembros expresaron que el consumo privado parece seguir mostrando cierto vigor. Otros atribuyeron dicho comportamiento al impulso de las remesas y al crecimiento del crédito. Un miembro opinó que la información disponible es insuficiente para evaluar con precisión en qué medida la evolución reciente del PIB responde a factores de naturaleza estadística o a un debilitamiento de la actividad. En particular, explicó que las cifras del crecimiento en el segundo trimestre se vieron afectadas por factores de naturaleza estacional difíciles de corregir. En este entorno, la mayoría coincidió en que las expectativas de crecimiento en México para este y el siguiente año han mostrado cierto deterioro. Uno de ellos explicó que ello se debe en parte a la caída del PIB en el periodo abril-junio, y a la todavía ausente recuperación de la producción industrial en Estados Unidos.

En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento, la mayoría de los miembros estimó que se deterioró con respecto a la última decisión, añadiendo algunos de ellos que es a la baja. Entre los riesgos a la baja, algunos destacaron una recuperación más débil que la anticipada en la producción manufacturera de Estados Unidos, un deterioro en la confianza de los agentes económicos en México, así como una menor producción petrolera en el país. Uno de ellos agregó, entre los riesgos externos, el proceso electoral en Estados Unidos, la trayectoria de las tasas de interés en ese país y nuevos descensos en los precios del petróleo, mientras que otro mencionó la desaceleración de la economía mundial y un creciente proteccionismo internacional. Entre los riesgos internos, uno destacó una tendencia más pronunciada a la baja de la inversión no residencial, y las complicaciones que podrían resultar de persistir el estancamiento de la producción industrial, en virtud de las interacciones de este sector con el de

servicios, a lo que otro añadió los obstáculos para la implementación adecuada de las reformas estructurales, así como el ambiente de inseguridad para operar los negocios en ciertas regiones del país.

La mayoría de los miembros consideró que durante el segundo trimestre del año la brecha del producto parecería haberse mantenido negativa. No obstante, algunos expresaron preocupaciones relacionadas con la incertidumbre que existe para evaluar el nivel de holgura en la economía mexicana. Uno de ellos mencionó que esta es una preocupación que ha tenido ya por mucho tiempo. El otro miembro profundizó acerca de las fuentes de dicha incertidumbre. Explicó, en primer lugar, que además de contar con posibles errores de medición del PIB potencial, las señales de holgura proporcionadas por diferentes mercados de insumos, incluyendo el laboral, tales como la reducida tasa de desempleo, así como la reciente tendencia de los costos unitarios de la mano de obra, no son actualmente claras, por lo que manifestó dudas respecto al grado de holgura que efectivamente prevalece en la economía. Al respecto, mencionó también que el crecimiento potencial en México podría ser menor al percibido previamente, considerando las tasas de crecimiento de la economía desde 2001, año a partir del cual la inflación se tornó en un proceso estable y la economía comenzó a registrar ciclos de negocios tradicionales. Un menor crecimiento potencial, asimismo, podría estar proviniendo de la percepción de un menor precio internacional de equilibrio del petróleo, de un menor potencial de exportación de México derivado de la persistencia de la atonía del crecimiento global, así como de un menor impacto favorable de las reformas estructurales ante las dificultades surgidas para su implementación. En segundo lugar, hizo referencia al déficit de la cuenta corriente como un indicador adicional para la detección de presiones sobre los precios en la economía. Explicó que, a pesar de la desaceleración del producto, el desbalance entre el gasto y el ingreso nacional podría haberse incrementado de tal forma que, indirectamente a través del tipo de cambio, su evolución ya esté representando una presión de demanda sobre los precios. Agregó que un creciente déficit de la cuenta corriente bien puede ser congruente con una desaceleración del crecimiento si el gasto total en la economía no se reduce a la misma velocidad que el crecimiento de sus fuentes de ingreso.

La mayoría de los miembros resaltó que la inflación general anual continúa ubicándose por debajo de la meta permanente de 3 por ciento. Algunos subrayaron que lo anterior se ha observado por 15 meses consecutivos tomando en cuenta el dato de julio de este año. Un miembro resaltó que el

comportamiento favorable de la inflación se ha dado a pesar del elevado nivel del tipo de cambio y de los recientes ajustes a los precios de los energéticos. La mayoría coincidió en que este resultado ha estado influido por el comportamiento de la inflación no subyacente, y algunos miembros detallaron que, en particular, esto refleja un menor ritmo de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios y de algunos energéticos. Por otro lado, la mayoría consideró que la variación anual del índice subyacente ha continuado mostrando una tendencia gradual al alza, acorde con lo previsto, y un miembro especificó que se encuentra actualmente en alrededor de 3 por ciento. Algunos integrantes notaron que esta tendencia al alza se presenta desde principios de este año. La mayoría consideró que esto se explica, principalmente, por el ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto de los de los servicios, ante el traspaso de la depreciación cambiaria a los precios, si bien este ha sido bajo. Algunos añadieron que este efecto se ha concentrado en los precios de los bienes comerciables. En contraste, un integrante alertó que si de la inflación de los servicios se excluye la variación de los precios de las telecomunicaciones, esta se mantiene elevada y por encima de la meta de inflación. Finalmente, la mayoría destacó que, hasta el momento, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía.

La mayoría notó que las expectativas de inflación provenientes de encuestas, y las extraídas de cotizaciones de mercado, continúan ancladas. Respecto a las expectativas provenientes de encuestas, algunos miembros comentaron que se mantienen ligeramente por encima de la meta permanente, si bien uno de ellos destacó que se han mantenido relativamente estables. En cuanto a las provenientes de instrumentos de mercado, uno notó que han mostrado cierto aumento. Sobre esto, otro añadió que aunque el diferencial entre el rendimiento nominal y real de valores gubernamentales se ha incrementado, resulta complicado estimar las expectativas de inflación por esta vía, en virtud de que los activos financieros de los cuales se extraen han mostrado volatilidad y de la dificultad para distinguir el componente de expectativas de inflación de las diversas primas de riesgo. Concluyó que es importante que el Banco de México continúe dando un seguimiento cuidadoso a estos y otros indicadores de las expectativas de inflación para actuar con oportunidad en caso de ser necesario. Para los siguientes meses, la mayoría de los miembros espera que la inflación general anual aumente gradualmente, para cerrar el año ligeramente por arriba de 3 por ciento, promediando en 2016 un nivel ligeramente por debajo de esa cifra.



Consideró que esta dinámica obedece principalmente a la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como a la evolución de las referencias internacionales de estos energéticos. Para 2017, prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación.

La mayoría de los miembros consideró que, derivado de lo anterior, y tomando en cuenta el incremento del Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 50 puntos base determinado en junio pasado, el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria es neutral. No obstante, algunos integrantes consideraron que este balance continúa siendo al alza, a lo que otro agregó que dicho balance se ha deteriorado, si bien aclaró que, en este sentido, fueron favorables tanto la decisión de política monetaria de junio pasado, como la percepción que vendrán ajustes adicionales en las finanzas públicas. Sobre los riesgos al alza, la mayoría alertó que no se pueden descartar depreciaciones adicionales de la moneda nacional. Algunos miembros enfatizaron que este sigue siendo el principal riesgo para la inflación. Un miembro apuntó que no se puede descartar la posibilidad de efectos no lineales en la contaminación del tipo de cambio a los precios. Adicionalmente, la mayoría consideró que existe la posibilidad de aumentos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. En este sentido, un integrante alertó que de revertirse la tendencia de la inflación no subyacente, podrían presentarse efectos de segunda vuelta. Asimismo, sostuvo que otro factor de riesgo es el surgimiento de posibles presiones de demanda agregada, considerando la ya mencionada incertidumbre sobre el nivel de holgura en la economía. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de que como consecuencia de las reformas estructurales, se presenten reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación. Añadió como otro riesgo a la baja, el que la actividad económica nacional presente hacia adelante un dinamismo menor al anticipado, lo que limitaría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

Respecto al desempeño de los mercados financieros nacionales, la mayoría señaló que desde la última reunión de política monetaria, la cotización de la moneda nacional mostró una gran volatilidad, depreciándose primero al conocerse la decisión del Brexit, y apreciándose posteriormente, incluso a niveles inferiores a los del cierre de junio. En

particular, un miembro destacó que el peso ha mostrado una mayor debilidad que el promedio de las monedas de economías emergentes, si bien otro indicó que recientemente en el margen se ha venido apreciando de manera más significativa. Algunos integrantes señalaron que el comportamiento que ha registrado la moneda nacional puede estar asociado tanto a factores externos, como internos. Respecto a los internos, destacaron la preocupación sobre la trayectoria actual y futura de las finanzas públicas, principalmente ante la tendencia creciente del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público, su impacto sobre la cuenta corriente, así como ante la situación financiera de Pemex. Uno de ellos agregó que el uso del peso como un mecanismo de cobertura de riesgos de otras divisas de países emergentes, también ha influido en el comportamiento de la cotización de la moneda nacional. No obstante lo anterior, otro indicó que la decisión de política monetaria adoptada por el Banco de México en días inmediatos posteriores a la decisión de la salida del Reino Unido de la Unión Europea contribuyó a la apreciación que el peso registró en el margen. En cuanto a las tasas de interés, la mayoría destacó que, reflejando el ajuste del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día determinado por la Junta de Gobierno en la reunión de junio, las tasas de corto y mediano plazo mostraron incrementos, en tanto que las correspondientes a horizontes de largo plazo tuvieron disminuciones, con lo que la curva de rendimientos registró un aplanamiento notorio. Uno de ellos agregó que a lo anterior también aportó la creciente preferencia por bonos mexicanos, principalmente por parte de inversionistas institucionales. Otro miembro recalcó que el comportamiento de la curva de rendimientos implica que el ajuste de política monetaria ha ayudado a estabilizar las expectativas de inflación en el largo plazo, resultado que se buscaba a través del ajuste en la política monetaria. La mayoría coincidió en que, dado que hacia adelante no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y nacionales, podrían presentarse nuevas presiones sobre la cotización pesos-dólar. Asimismo, mencionaron que el resurgimiento en la volatilidad podría derivarse principalmente de los riesgos externos asociados a factores geopolíticos y, en particular, a las posibles consecuencias del proceso electoral de Estados Unidos, medidas previsibles de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, así como reducciones potenciales en el precio del petróleo. Incluso uno de los integrantes apuntó que la agudización de estos riesgos podría generar episodios de considerable aversión al riesgo que pudieran traducirse en salidas de capital del país.

Ante los riesgos señalados, todos los integrantes recalcaron la importancia de redoblar el esfuerzo por mantener fundamentos macroeconómicos sanos en México. En particular, destacaron que continúan siendo deseables acciones adicionales de consolidación en las finanzas públicas, tales como procurar un superávit primario a partir de 2017, para poder absorber de manera más eficiente choques del exterior y propiciar saldos adecuados de la cuenta corriente. En particular, un miembro destacó que se proyecta que el déficit de cuenta corriente aumente en 2016 y 2017 a pesar de la desaceleración de la actividad productiva, de manera que indirectamente se podrían presionar los precios a través del tipo de cambio, principalmente los de las mercancías. En este mismo sentido, otro integrante destacó que el aumento del déficit de la cuenta corriente ha causado cierta inquietud entre algunos participantes del mercado, si bien agregó que la política monetaria tendría que responder a un deterioro en la cuenta corriente solamente en la medida en que se llegaran a percibir riesgos para la inflación a través de su impacto en el tipo de cambio. Añadió que esto implicaría riesgos y costos para la economía, que pueden evitarse mediante un ajuste oportuno y de magnitud adecuada de la política fiscal. En este sentido, otro integrante apuntó que sería deseable que el ajuste fiscal se concentrara en el gasto corriente, ya que reducciones del gasto en inversión pública pudieran afectar el flujo de ingresos públicos futuros lo que, incluso, podría tener un efecto adverso sobre la inflación. Así, algunos integrantes enfatizaron la necesidad de que las autoridades fiscales proporcionen certidumbre sobre la trayectoria de las finanzas gubernamentales y el compromiso de dichas autoridades con niveles de endeudamiento público sostenibles, por lo que destacaron que sería deseable contener el crecimiento del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público en relación al PIB. Por otra parte, algunos miembros recalcaron que ante los riesgos para la cotización del peso antes mencionados, podría ser necesaria la implementación coordinada de medidas fiscales, monetarias y cambiarias. Adicionalmente, un integrante recalcó que ante las circunstancias actuales, además de preservar la estabilidad macroeconómica y financiera, se requiere de la implementación de las medidas necesarias de ajuste estructural e institucional para incrementar el potencial de crecimiento económico.

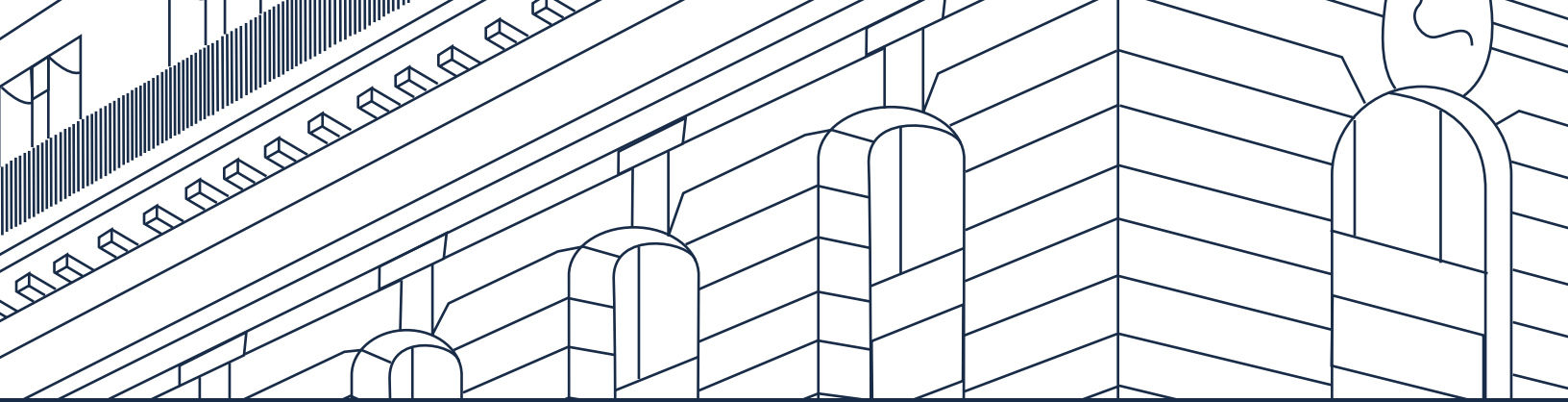
La mayoría señaló que el escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo continúa siendo congruente con la meta permanente de 3 por ciento, por lo que coincidió en mantener la postura

monetaria sin cambio. No obstante, hacia adelante, apuntó que seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, sostuvo que la Junta de Gobierno se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. En particular, un miembro destacó que las condiciones actuales exigen que la Junta de Gobierno se mantenga alerta de la evolución de los mercados, sobre todo en la medida en la que esta pueda afectar la inflación esperada y las posibilidades de consolidar la convergencia al objetivo. Otro señaló que bajo las circunstancias actuales no existen márgenes para permitir una reducción del diferencial de tasas entre México y Estados Unidos por los riesgos que esto implicaría para la inflación. En este sentido, un integrante subrayó que es fundamental que la política monetaria mantenga una postura preventiva para hacer frente a los riesgos de la inflación, dado el tiempo que le toma a la política monetaria tener efecto sobre la economía. Así, la mayoría recalcó la importancia de que el Banco de México esté preparado para ajustar su política monetaria para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento con toda flexibilidad y en el momento y magnitud en que las condiciones lo requieran.

#### **4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

Considerando lo anterior, el escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo continúa siendo congruente con la meta permanente de 3 por ciento. Por tanto, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en un nivel de 4.25 por ciento.

No obstante, 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 tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. En este contexto, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento, con toda flexibilidad y en el momento y magnitud en que las condiciones lo requieran.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 25 de agosto de 2016

