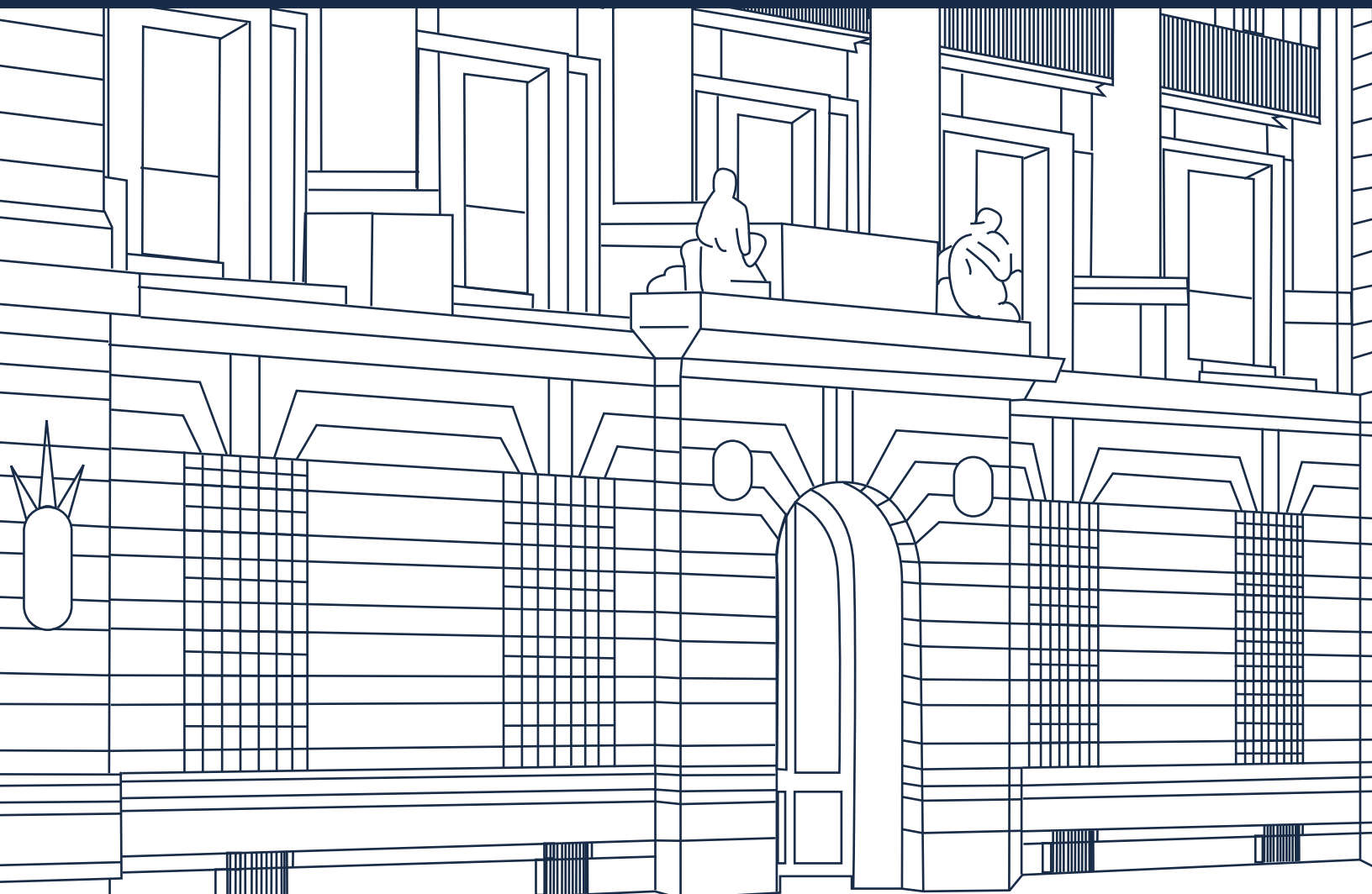




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 46

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 29 de septiembre 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: 29 de septiembre 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.

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

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

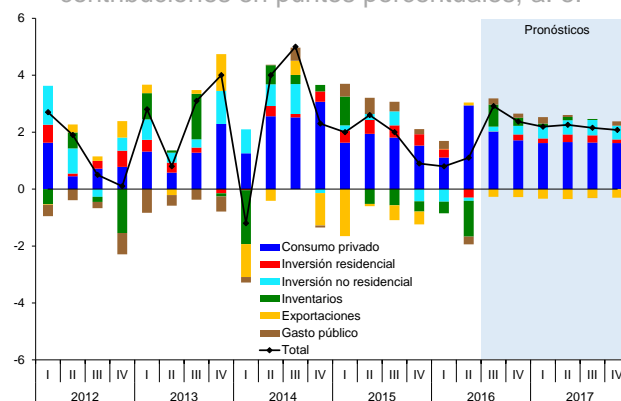
Las proyecciones de crecimiento para la economía mundial continúan sugiriendo una moderación de su ritmo en 2016 y una gradual recuperación en 2017. En particular, las perspectivas económicas de las economías avanzadas siguieron deteriorándose, sobre todo por una revisión en las expectativas de crecimiento para Estados Unidos en 2016 y 2017, en tanto que las de las emergentes han mejorado ligeramente, aunque con diferencias entre países.

Adicionalmente, este escenario de crecimiento mundial enfrenta importantes riesgos a la baja, tales como el fortalecimiento de políticas proteccionistas, una mayor incertidumbre política, posibles implicaciones negativas de los elevados niveles de crédito y de endeudamiento corporativo en China, el bajo crecimiento de la productividad, y las tendencias demográficas desfavorables en las economías avanzadas y en algunas emergentes. En este contexto, se anticipa que las tasas de interés en las economías avanzadas se mantengan bajas por un periodo prolongado.

Para Estados Unidos se espera un mayor crecimiento durante el tercer trimestre de 2016, en comparación con el observado desde el cuarto trimestre de 2015. En particular, se espera que el consumo privado mantenga un crecimiento elevado, que la inversión no residencial deje de contraerse, que la variación en inventarios se torne positiva por primera vez en seis trimestres, y que el gasto público reanude su contribución positiva al crecimiento (Gráfica 1).

Gráfica 1
EUA: PIB Real y Componentes

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

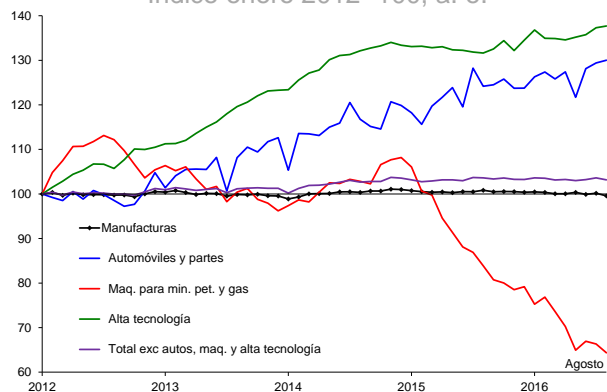


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y Blue Chip.

En contraste, durante los primeros dos meses del tercer trimestre la producción manufacturera estadounidense continuó mostrando debilidad, incluso en sectores tradicionalmente más dinámicos, como el de automóviles y partes y el de alta tecnología (Gráfica 2). A lo anterior ha contribuido la apreciación del dólar y la atonía de la demanda externa de ese país, los bajos precios del petróleo, así como la falta de dinamismo en la inversión fija de los negocios.

Gráfica 2
EUA: Componentes de la Producción
Manufacturera

Índice enero 2012=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

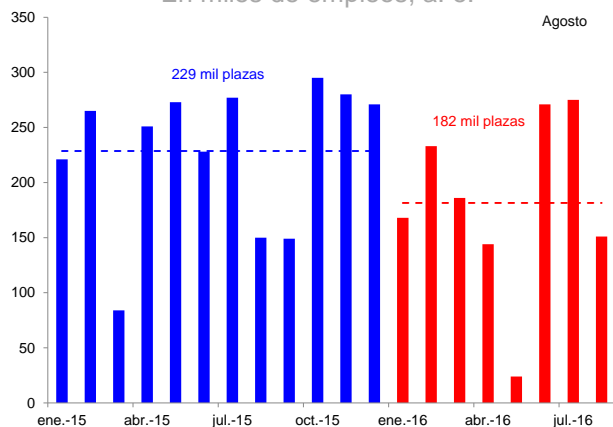
Fuente: Reserva Federal.

Por su parte, el mercado laboral en Estados Unidos ha continuado mejorando, si bien a un ritmo más moderado que el observado el año pasado. En efecto, la nómina no agrícola aumentó en 182 mil plazas mensuales en promedio durante los primeros ocho meses del año (cifra que continúa siendo históricamente alta), por debajo del crecimiento mensual promedio de 229 mil plazas registrado en 2015 (Gráfica 3). Además, otros indicadores, como los empleados de tiempo parcial por razones económicas y la tasa de desempleo como porcentaje de la fuerza laboral, han dejado de disminuir en los últimos meses. En este entorno, el crecimiento de los salarios continúa siendo moderado.

Gráfica 3

EUA: Cambio Mensual en la Nómina No Agrícola

En miles de empleos, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

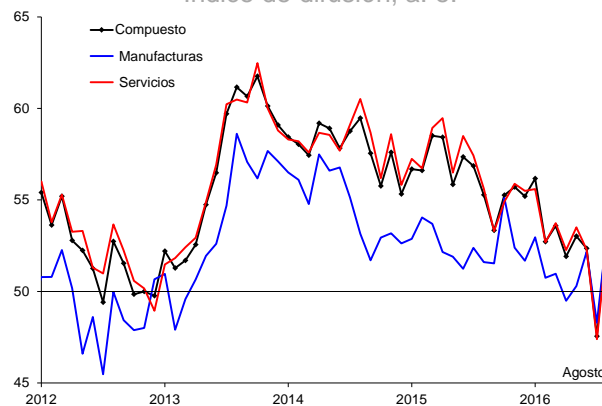
Fuente: BLS.

En el Reino Unido, los indicadores económicos han mostrado una menor debilidad a la prevista

inmediatamente después de conocerse los resultados del referéndum sobre la permanencia de ese país en la Unión Europea, aunque continúan apuntando a una moderación de la actividad durante el tercer trimestre. Incluso, algunos índices de confianza que inicialmente registraron una fuerte reacción negativa se han recuperado parcialmente (Gráfica 4). No obstante, las perspectivas para la inversión de ese país siguen deteriorándose ante la incertidumbre en torno al futuro de las relaciones comerciales con la Unión Europea.

Gráfica 4
Reino Unido: Índice de Gerentes de Compras

Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

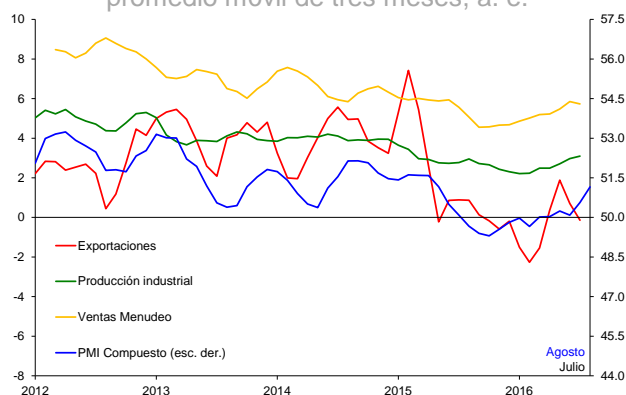
Fuente: Markit.

Los indicadores de confianza y de condiciones crediticias en la zona del euro reflejaron una relativa solidez de la economía de la región durante el tercer trimestre del año, a pesar de la incertidumbre generada por la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea. Sin embargo, persiste como riesgo a la baja un proceso de negociación para la salida del Reino Unido más complicado de lo anticipado que prolongue la incertidumbre e impacte negativamente la confianza en la zona del euro.

En las economías emergentes, los indicadores de confianza y de actividad muestran una mejoría (Gráfica 5). Entre los factores que explican lo anterior, se encuentran la estabilización económica de algunas economías importantes, incluyendo China, y la expectativa de tasas de interés bajas en economías avanzadas por un periodo más prolongado que el anteriormente estimado, lo cual ha conducido a una recuperación en el apetito por riesgo de activos de países emergentes a nivel global.

Gráfica 5 Economías Emergentes: Indicadores de Actividad Económica

Índice de difusión (50=neutral) y variación anual, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Exportaciones, producción industrial, y ventas al menudeo expresadas en volúmenes.

Fuente: Markit, CPB Netherlands, Haver Analytics, y FMI.

En las primeras semanas de septiembre, los precios del petróleo habían venido disminuyendo ante la perspectiva de una recuperación en la oferta de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y un crecimiento de la demanda menor al anticipado. Sin embargo, el anuncio de la OPEP en su reunión extraordinaria del 28 de septiembre de un acuerdo para recortar su producción por primera vez en ocho años provocó un aumento en los precios del crudo. De esta manera, la producción del cártel se ubicaría en 2017 en un rango de entre 33.0 y 32.5 millones de barriles de petróleo diarios, lo que implicaría un recorte de entre 240 y 740 mil barriles de petróleo diarios respecto de la producción estimada por el grupo en agosto. En relación con las materias primas no energéticas, los precios de los granos continuaron disminuyendo debido a expectativas de una producción históricamente elevada y altos niveles de inventarios, en tanto que los precios de los metales industriales se redujeron al recrudecerse las preocupaciones de sobreoferta.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación en las principales economías avanzadas continuó por debajo de sus respectivos objetivos, y las expectativas inflacionarias permanecieron en niveles bajos. En particular, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado siguen sin mostrar una recuperación sostenida (Gráfica 6). En el contexto de menores perspectivas de crecimiento y baja inflación para las economías

avanzadas, se sigue anticipando que la postura de los principales bancos centrales permanezca siendo acomodaticia por un periodo prolongado.

Gráfica 6 Inflación implícita en los swaps de inflación de cinco años dentro de cinco años de países seleccionados

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

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

En su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.25 a 0.5 por ciento, aunque tres participantes del Comité Federal de Operaciones de Mercado se pronunciaron a favor de un incremento en la tasa de interés. Esa Institución señaló que las condiciones para un eventual aumento en la tasa de referencia se han fortalecido y que el balance de riesgos para las perspectivas económicas se ha equilibrado, pero que por el momento esperará a tener mayor evidencia sobre el progreso hacia sus objetivos. En este sentido, los analistas e indicadores de mercado asignan una elevada probabilidad a que un incremento de la tasa objetivo ocurra en diciembre. No obstante, la trayectoria para la tasa de fondos federales, de acuerdo a la mediana de los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal, se revisó a la baja. Así, se espera un ajuste al alza en la tasa de fondos federales en este año y un aumento gradual de la misma durante 2017.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de referencia en su reunión de septiembre, si bien mencionó que se están evaluando opciones para garantizar una adecuada implementación de su programa monetario. A pesar de haber revisado ligeramente a

la baja sus proyecciones de crecimiento y de no prever alcanzar su meta de inflación en los próximos tres años, el BCE manifestó confianza en que su postura de política monetaria actual está contribuyendo a relajar las condiciones de crédito y a apuntalar la recuperación en la región.

Por su parte, en su reunión de septiembre el Banco de Japón anunció un cambio a la instrumentación de su política monetaria, con el objetivo de controlar la curva de tasas de interés de bonos gubernamentales con el objeto de no afectar la rentabilidad de los bancos y, consecuentemente, el otorgamiento de crédito en la economía. Esta revisión a su marco de política monetaria comprende dos elementos. Primero, el control de la curva de rendimiento, manteniendo su tasa de corto plazo en -0.1 por ciento y estableciendo un objetivo para la tasa de interés de 10 años cercano al nivel observado actualmente de 0 por ciento. Segundo, el compromiso del banco central de continuar expandiendo la base monetaria hasta que se haya rebasado la meta de inflación de 2 por ciento y se mantenga por arriba de este nivel de manera sostenida. Cabe destacar que el objetivo de expansión anual de la base monetaria continuará en 80 billones de yenes, pero podría fluctuar en el corto plazo, debido a operaciones de mercado orientadas a controlar la curva de rendimiento.

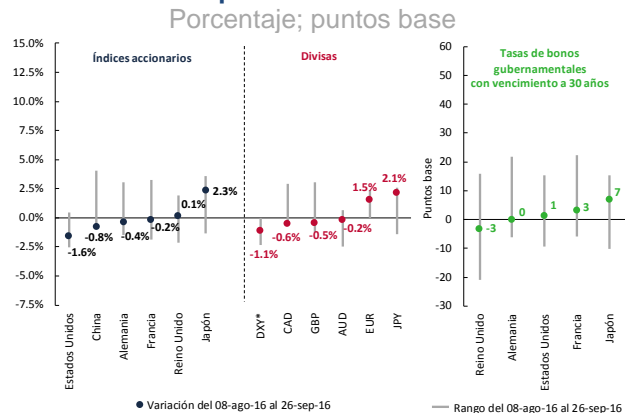
En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra votó de manera unánime por mantener sin cambio la tasa de referencia en 0.25 por ciento y seguir implementando el paquete de medidas adoptado en agosto pasado. Esto último obedeció a que diversos indicadores de actividad económica han mostrado un mejor desempeño de lo que habían anticipado. Sin embargo, la mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria sigue considerando que pudiera requerirse recortar la tasa de referencia a un nivel cercano a cero en alguna de las siguientes reuniones programadas para este año.

En este entorno, parecería que se ha acentuado la percepción de que la expansión monetaria en algunos países está cerca de alcanzar sus límites y que la instrumentación de medidas adicionales

podría ser poco efectiva para estimular el crecimiento económico y generar una mayor inflación. Además, los cuestionamientos sobre las implicaciones negativas que podría ocasionar la conducción de una política monetaria muy relajada en materia de estabilidad financiera han venido acrecentándose.

En este contexto, los activos financieros de países desarrollados mostraron pocas variaciones desde la última decisión de política monetaria del Banco de México (Gráfica 7). En efecto, la estabilidad de los mercados observada en agosto propició que los inversionistas construyeran posiciones en activos de mayor riesgo de mercado para incrementar el rendimiento de sus carteras. No obstante, en las últimas semanas se observaron episodios de mayor volatilidad asociados a la incertidumbre sobre el rumbo de política monetaria de los principales bancos centrales. En este contexto, el cambio en la instrumentación de la política monetaria por parte del Banco Central de Japón explica, en parte, el alza temporal de las tasas de interés y el empinamiento de las curvas de rendimiento en países desarrollados (Gráfica 8).

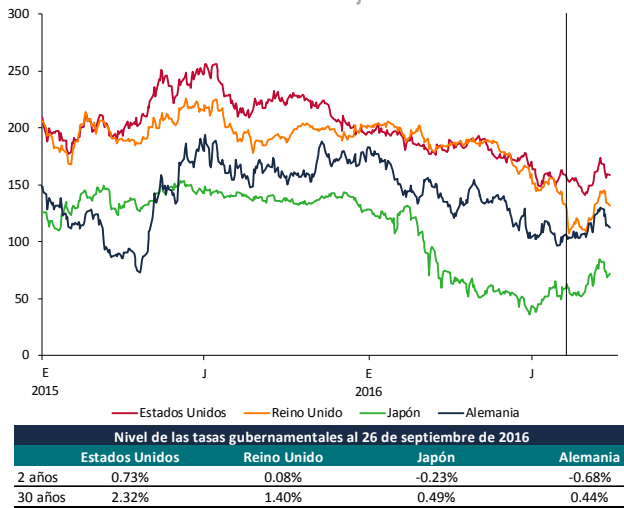
Gráfica 7
Evolución de indicadores financieros
seleccionados del 08 de agosto al 26 de
septiembre de 2016



Fuente: Bloomberg.

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

Gráfica 8
Diferencial de tasas de rendimiento entre 30 y 2 años de países seleccionados
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

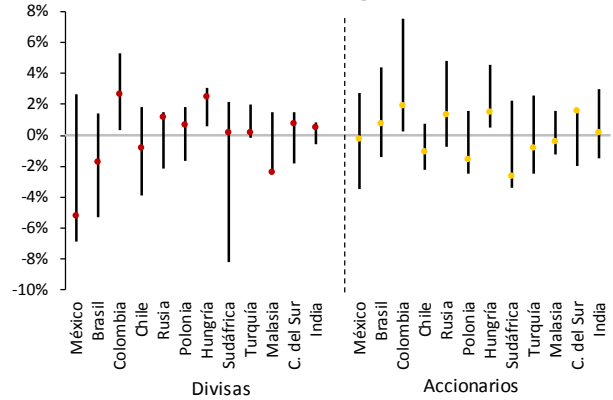
Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.

En lo que se refiere a las economías emergentes, las presiones inflacionarias han disminuido en algunos países de América Latina, tales como Chile, Colombia, Perú y Uruguay, entre otras razones, por la disipación de los efectos de la depreciación pasada de sus monedas, si bien en la mayoría de los casos, la inflación se mantiene por encima de la meta de los bancos centrales. Por su parte, en Asia se observó una disminución casi generalizada del crecimiento de los precios, situándose en diversos casos muy por debajo de las metas de inflación. Esto último ha permitido que las posturas monetarias de la mayoría de estos bancos centrales permanezcan sin cambio.

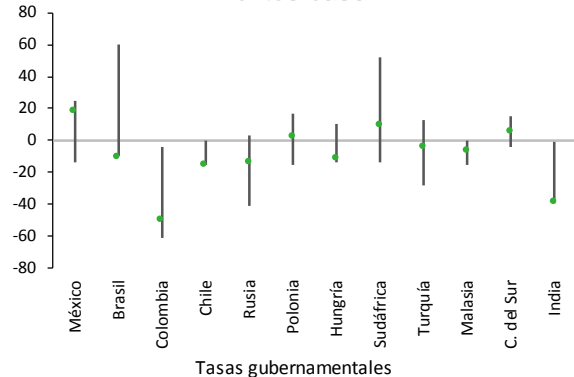
Los mercados financieros de este grupo de países presentaron un comportamiento positivo durante agosto, en un entorno de mayor búsqueda por rendimiento por parte de inversionistas institucionales que se tradujo en importantes flujos de capital hacia dichas economías. No obstante lo anterior, en las últimas semanas el comportamiento favorable de estos activos se ha venido moderando y, en algunos casos, se han revertido en su totalidad. Este cambio en el desempeño de los activos financieros de países emergentes estuvo asociado a la incertidumbre sobre el estímulo monetario que instrumentarían los principales bancos centrales y a la volatilidad que presentaron los precios del petróleo. En este contexto, las cotizaciones de las divisas de dichos países, los índices accionarios y las tasas de interés de valores gubernamentales

presentaron un comportamiento diferenciado por tipo de activo y nación (Gráfica 9).

Gráfica 9
Desempeño de activos financieros de diversos países emergentes
 Porcentaje



Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, cabe señalar que persisten varios factores de riesgo para el comportamiento de los mercados financieros en los próximos meses. Entre ellos, como ya se dijo, la percepción de que se está alcanzando un límite en términos de estímulo monetario en algunos países, y la posibilidad de que la Reserva Federal continúe el proceso de normalización de su política monetaria antes de que finalice el año. A lo anterior se unen las elevadas valuaciones en algunos activos ante la persistente búsqueda de un mayor rendimiento, y un panorama desfavorable para los precios del petróleo en un contexto de exceso de oferta y elevados inventarios a nivel global. Finalmente, la existencia de diversos riesgos geopolíticos también podría comprometer la estabilidad financiera en el futuro próximo. En este último ámbito, el riesgo más inmediato es la incertidumbre alrededor del resultado de las

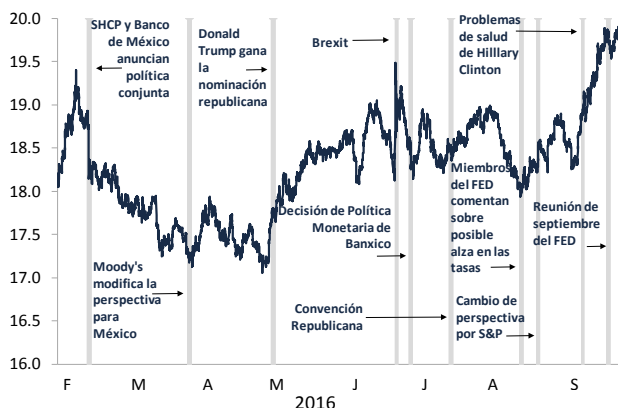
elecciones presidenciales en Estados Unidos y sus posibles consecuencias.

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados financieros en México

En México, los mercados financieros registraron un desempeño negativo. En particular, desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el peso mexicano se depreció 5.1 por ciento frente al dólar alcanzando un nuevo nivel máximo histórico de 19.92 pesos por dólar. Además, la moneda nacional registró un comportamiento volátil que se tradujo en un amplio rango de operación (Gráfica 10).

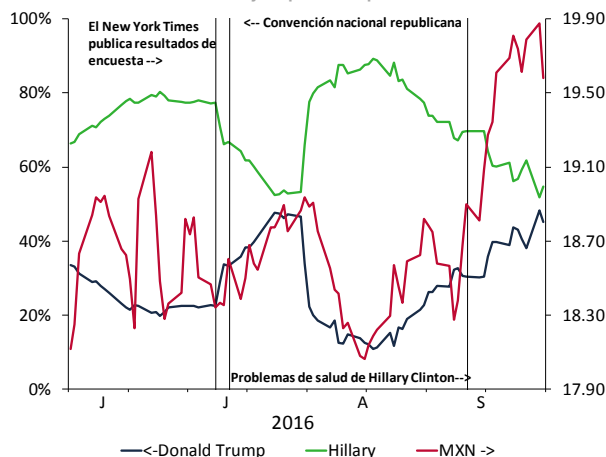
Gráfica 10
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



Nota: Corresponde a cotizaciones cada media hora del tipo de cambio.
Fuente: Bloomberg.

La depreciación de la moneda nacional observada en fechas recientes obedeció a diversos factores, entre los que destacan: i) la incertidumbre acerca de los resultados del proceso electoral de Estados Unidos, así como de los efectos que ello podría tener sobre el desempeño económico de nuestro país (Gráfica 11), ii) la percepción de un menor estímulo monetario por parte de la Reserva Federal, iii) el uso de la divisa nacional como vehículo de cobertura de posiciones en otros activos, y iv) las preocupaciones respecto al deterioro de la situación de las finanzas públicas del país. Este último factor motivó un cambio en la perspectiva crediticia de la deuda soberana mexicana de estable a negativa por parte de la agencia calificadora Standard & Poor's.

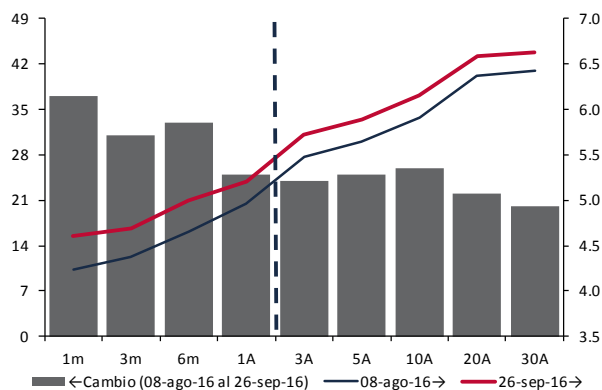
Gráfica 11
Probabilidad implícita en las encuestas para ganar la elección presidencial en Estados Unidos y el peso mexicano
Porcentaje, pesos por dólar



Nota: Se presentan las probabilidades asignadas por el modelo de Fivethirtheight de que Hillary Clinton gane las elecciones y la probabilidad de que gane Donald Trump. La probabilidad se calcula a partir de un modelo que toma en cuenta todas las encuestas, tanto estatales como locales publicadas en Estados Unidos, ajustando los resultados por los votantes probables y otras consideraciones demográficas y económicas.
Fuentes: Fivethirtheight y Bloomberg.

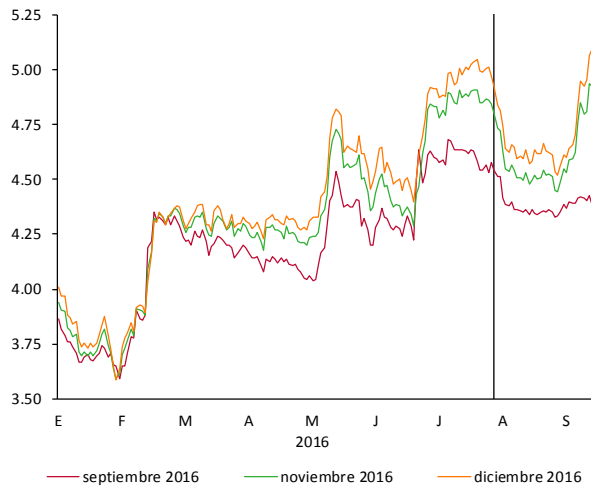
Por su parte, en el mercado de renta fija la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó incrementos generalizados (Gráfica 12). Finalmente, las expectativas del rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ajustaron al alza durante el periodo, descontando que la tasa de referencia de política monetaria finalice el año en niveles cercanos a 5.00 por ciento (Gráfica 13).

Gráfica 12
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija nominal
Puntos base; porcentaje



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

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



Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

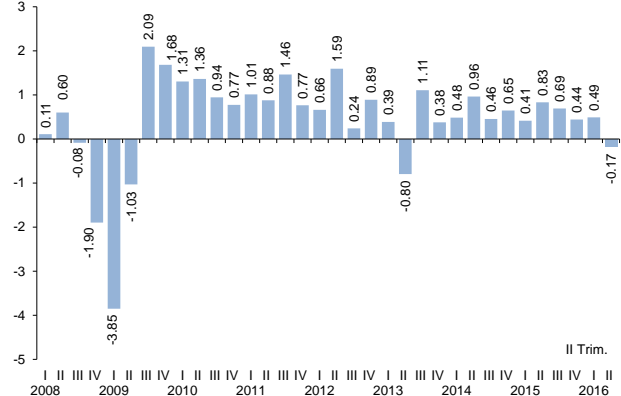
2.2.2. Actividad económica en México

Durante el segundo trimestre de 2016, la economía mexicana registró una contracción, como consecuencia de que el sector terciario frenó su crecimiento, al tiempo que el sector industrial permaneció estancado (Gráfica 14). No obstante, a finales de dicho trimestre y principios del tercero, el IGAE presentó cierta mejoría. Este comportamiento reflejó, en buena medida, el hecho de que las actividades terciarias retomaron una trayectoria positiva y las manufacturas presentaron una incipiente mejoría, si bien las actividades secundarias en su conjunto continuaron mostrando un débil desempeño (Gráfica 15).

En particular, al interior de la actividad industrial, en el periodo mayo – julio las manufacturas exhibieron cierta recuperación (Gráfica 16). Por el contrario, el sector de la construcción presentó un estancamiento, a la vez que la minería mantuvo una tendencia decreciente como consecuencia de la trayectoria descendente de la plataforma de producción de crudo y de que la perforación de pozos siguió contrayéndose. Por su parte, los servicios acumularon tres meses consecutivos de expansión, después de la fuerte reducción observada en abril. En específico, destaca la recuperación en las actividades de comercio y de transporte e información en medios masivos, lo cual podría asociarse, en parte, a la incipiente mejoría de la producción manufacturera.

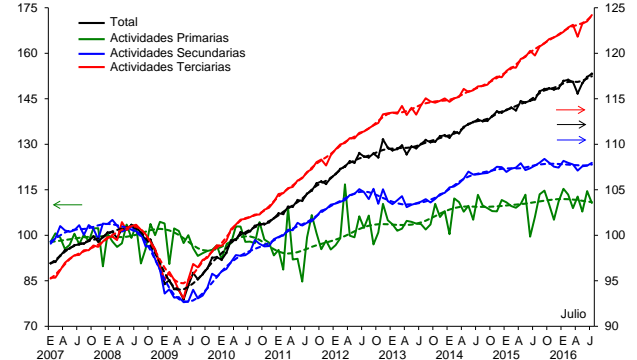
Gráfica 14
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



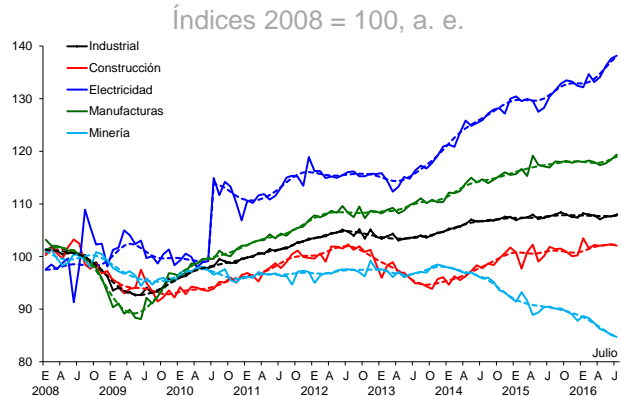
II Trim. a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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

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

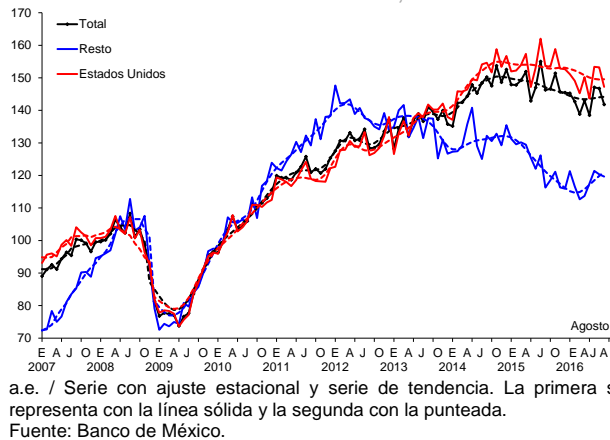


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Por el lado de los componentes de la demanda agregada, la contracción del PIB registrada en el

segundo trimestre de 2016 podría atribuirse a que el consumo privado detuvo su expansión, al tiempo que persistió la debilidad en la inversión fija bruta y en la demanda externa. La desaceleración del consumo privado reflejó, principalmente, la tendencia decreciente de su componente importado, toda vez que el nacional continuó creciendo. Asimismo, la inversión fija en construcción permaneció relativamente estancada, en tanto que hacia finales del trimestre se observó cierta recuperación en la inversión en maquinaria y equipo. En lo relacionado a la demanda externa, a principios del tercer trimestre persistió la atonía en las exportaciones manufactureras de México. En efecto, las exportaciones automotrices dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una tendencia negativa, si bien las no automotrices a ese país parecerían haber dejado de caer. Por su parte, las destinadas al resto del mundo mostraron un incipiente cambio de tendencia favorable (Gráfica 17).

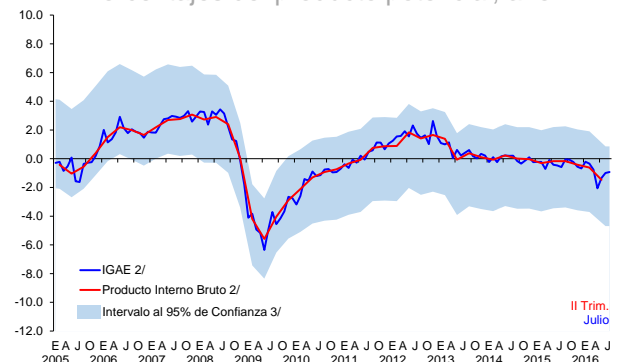
Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2008 = 100, a. e.



2.2.3. Determinantes de la inflación

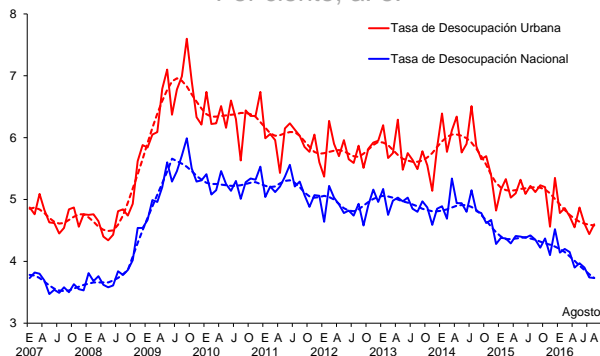
Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, se estima que la brecha del producto se habrá mantenido en terreno negativo, y en este contexto no se perciben presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 18).

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



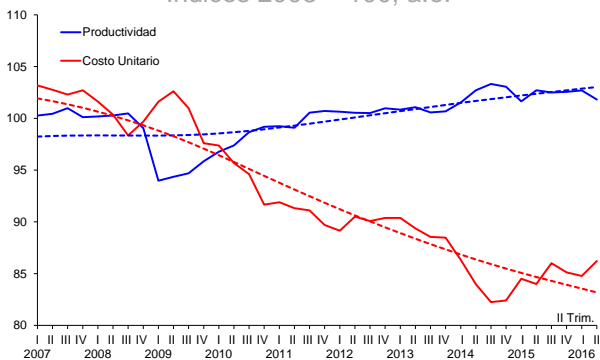
Por su parte, el comportamiento de algunos indicadores del mercado laboral sugiere que las condiciones en este mercado continuaron mejorando gradualmente. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron mostrando una tendencia decreciente en el tercer trimestre del año (Gráfica 19). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió mostrando una trayectoria positiva. En este contexto, en el segundo trimestre del año, la evolución de los principales indicadores salariales, junto con el comportamiento que ha presentado la productividad laboral, condujo a que los costos unitarios de la mano de obra de la economía presentaran cierto incremento, si bien aún se encuentran en niveles bajos (Gráfica 20).

Gráfica 19
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 20
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
 Índices 2008 = 100, a.e.



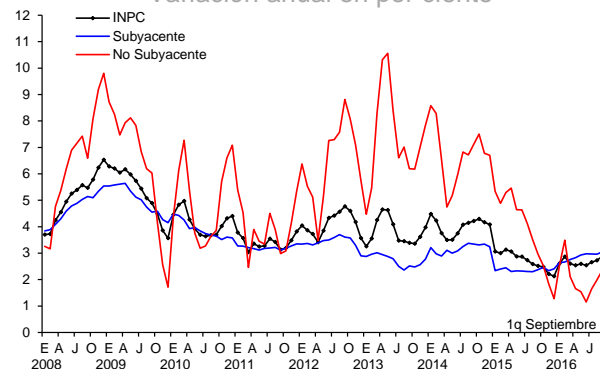
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En lo que toca al financiamiento al sector privado no financiero, la información al tercer trimestre indica que este continuó expandiéndose a una tasa relativamente elevada. Ello, en un contexto en el que los costos del financiamiento —en particular del otorgado a las empresas— han tendido a reflejar los recientes incrementos en el objetivo de la tasa de política monetaria. Por su parte, los índices de morosidad en general permanecieron en niveles bajos y estables lo que, aunado a lo anterior, sugiere la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual pasó de 2.65 por ciento en julio de 2016 a 2.88 por ciento en la primera quincena de septiembre (Gráfica 21 y Cuadro 1). Con ello, este indicador ha acumulado más de dieciséis meses consecutivos por debajo de la meta de 3 por ciento. En adición a la conducción de la política monetaria y a la ausencia de presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada, la evolución reciente de la inflación se explica por la tendencia gradual al alza de la inflación subyacente hacia niveles cercanos al 3 por ciento, así como por las moderadas tasas de crecimiento anual que han presentado los precios del índice no subyacente.

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

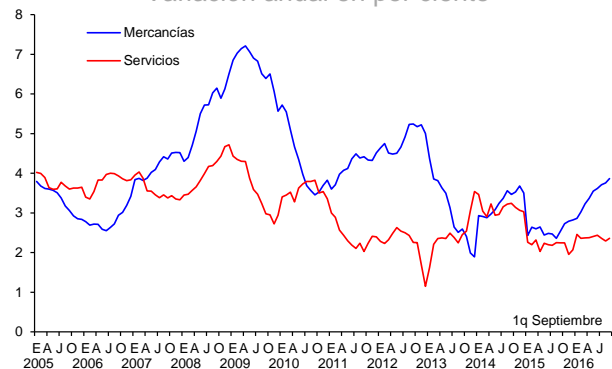


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se ubicó en 2.97 por ciento en julio de 2016 y en 3.05 por ciento en la primera quincena de septiembre. Esta evolución ha estado influida por el efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre las tasas de variación anual del subíndice de precios de las mercancías, siendo este efecto más marcado en las mercancías alimenticias. Lo anterior contrasta con la estabilización en niveles inferiores a 2.5 por ciento que han exhibido las variaciones anuales de los precios del subíndice de los servicios (Gráfica 22, Gráfica 23 y Cuadro 1). En este resultado han incidido las reducciones de precio en los servicios de telecomunicaciones.

Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios

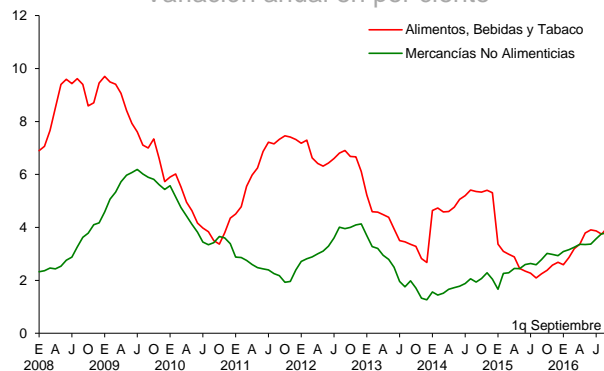
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

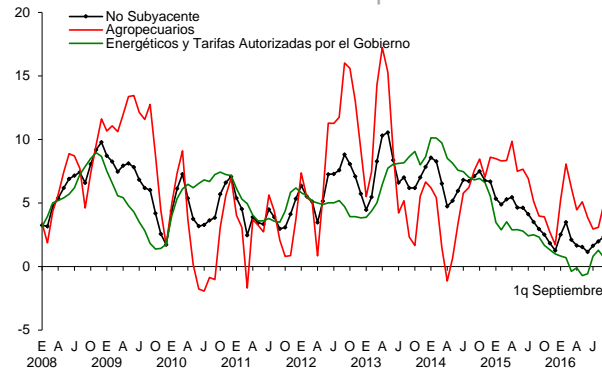
Entre julio y la primera quincena de septiembre se observó un repunte en la inflación no subyacente anual, la cual pasó de 1.65 por ciento a 2.36 por ciento (Gráfica 24 y Cuadro 1). Lo anterior se debió, principalmente, a los incrementos en los precios de las gasolinas y de los productos agropecuarios, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por las disminuciones que presentaron los precios del gas L.P.

La mediana de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2016 disminuyó de 3.2 a 3.1 por ciento entre la encuesta de julio y la de agosto de 2016. Por su parte, las correspondientes al cierre de 2017 se mantuvieron estables en alrededor de 3.4 por ciento entre las referidas encuestas, en tanto que aquellas para horizontes de más largo plazo permanecen en 3.3 desde el principio del 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.

Gráfica 24
Índice de Precios No Subyacente

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En cuanto a los pronósticos para la inflación general anual, se espera que esta se incremente gradualmente, para ubicarse ligeramente por arriba de 3 por ciento al cierre de 2016 y presentar un promedio por debajo de esa cifra para el año en su conjunto. Por su parte, se prevé que la inflación subyacente anual aumente de manera paulatina a lo largo de este año. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación.

Los principales riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores son los siguientes. Al alza, que derivado de la incertidumbre asociada al resultado del proceso electoral de Estados Unidos y sus implicaciones, de la posibilidad de precios del petróleo más débiles, o del reinicio de la normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales y que ello afecte las expectativas de inflación y el comportamiento de esta última. Adicionalmente, se podrían presentar aumentos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Entre los riesgos a la baja se contemplan reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado derivados de las reformas estructurales, como podría ser el caso de los servicios de telecomunicación. En este mismo sentido, que la actividad económica nacional continúe presentando hacia adelante un dinamismo menor al esperado, 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	Julio 2016	1q Septiembre
INPC	2.13	2.65	2.88
Subyacente	2.41	2.97	3.05
Mercancías	2.82	3.71	3.87
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	3.87	3.99
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.57	3.76
Servicios	2.07	2.36	2.36
Vivienda	2.01	2.31	2.29
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.18	4.28
Otros Servicios	1.46	1.86	1.83
No Subyacente	1.28	1.65	2.36
Agropecuarios	1.72	2.97	4.90
Frutas y Verduras	5.62	7.04	10.36
Pecuarios	-0.46	0.82	1.90
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.00	0.81	0.73
Energéticos	0.06	-0.55	-0.24
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	3.20	2.42

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 de crecimiento mundial continúan indicando un moderado ritmo de la actividad económica. En cuanto a la evolución de la economía mexicana señaló que esta registró una contracción en el segundo trimestre de 2016, como resultado de que se frenó el crecimiento del consumo privado, a la vez que la inversión y la demanda externa siguieron presentando un débil desempeño. En este contexto, sostuvo que no se han presentado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios y consideró que el balance de riesgos para el crecimiento volvió a mostrar un deterioro. La mayoría señaló que la inflación general anual continúa ubicándose por debajo de la meta permanente del Banco de México, reflejando la tendencia al alza gradual de la inflación subyacente, la cual se encuentra en niveles cercanos a 3.0 por ciento, así como la evolución de la no subyacente, que se sitúa actualmente alrededor de 2.4 por ciento. Adicionalmente, anticipó que se espera que la inflación general anual se incremente gradualmente y cierre el año ligeramente por arriba de 3.0 por ciento. Respecto a la inflación subyacente anual, la mayoría de los miembros siguió previendo que esta aumente de manera paulatina a lo largo de este año. Para 2017, la mayoría estimó que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación. Asimismo, consideró que en el corto plazo el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado.

La mayoría de los miembros consideró que el crecimiento global sigue siendo débil, y que sus perspectivas continúan sugiriendo una moderación del ritmo de expansión de la actividad productiva. En particular, coincidió en que se anticipa una ligera desaceleración en el crecimiento mundial en 2016 y una recuperación modesta en 2017. Un integrante comentó que durante el tercer trimestre la economía mundial parece haber incrementado ligeramente su dinamismo. Algunos miembros añadieron que se ha observado una lenta expansión del comercio mundial, y uno de ellos enfatizó el acrecentamiento de corrientes opuestas a la globalización. Uno de ellos también mostró preocupación por la debilidad de los precios de las materias primas, aunque recalcó que existen particularidades en cada mercado, como el del

petróleo. Otro integrante sostuvo que la recuperación económica global es frágil y que tiene riesgos a la baja, al tiempo que uno agregó que no se espera un repunte sólido en ninguna de las principales economías. Respecto a las tasas de interés reales y nominales globales, así como a la inflación mundial, un miembro indicó que continúan mostrando niveles bajos, agregando que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado sugieren que esto continuará por un periodo prolongado. En ese contexto, la mayoría de los integrantes afirmó que se espera que la política monetaria en la mayoría de los países, sobre todo de los avanzados, se mantenga acomodaticia, destacando un miembro a Estados Unidos como excepción de lo anterior.

Respecto a la actividad económica en Estados Unidos, la mayoría destacó que el pronóstico de crecimiento de ese país se ajustó a la baja tanto para 2016, como para 2017. Algunos miembros señalaron que el crecimiento de ese país en 2017 podría mostrar una ligera mejoría respecto a lo observado en 2016. Asimismo, la mayoría añadió que se espera que el PIB muestre un repunte en el tercer trimestre de 2016, apoyado principalmente por el consumo privado. Uno de ellos también mencionó la recuperación del mercado hipotecario y otro destacó que se espera que la actividad industrial se fortalezca, si bien ambos alertaron que hasta ahora la actividad industrial no ha dado señales claras de recuperación. En cuanto al mercado laboral, la mayoría mencionó que continúa mejorando, y uno notó que la tasa de desempleo se ubica cerca de sus niveles de largo plazo, lo cual sugiere una continua, aunque moderada, reducción de la holgura del mercado laboral en ese país. Argumentó que, de persistir de manera sostenida, es de esperarse que dicha situación se traduzca en graduales presiones sobre los salarios y los precios. No obstante, la mayoría señaló que aún no se presentan presiones salariales significativas en Estados Unidos y mencionó que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta de la Reserva Federal, aunque algunos de ellos advirtieron que la inflación subyacente apunta a un aumento en el ritmo de crecimiento de los precios.

La mayoría señaló que, en respuesta a lo anterior, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su postura monetaria en su decisión de septiembre y destacó que los riesgos para la economía se encuentran balanceados. También indicó que dicha institución señaló que se han fortalecido los argumentos para aumentar, en el futuro cercano, la tasa de interés de referencia. Algunos miembros de la Junta de Gobierno notaron que la decisión tomada por la Reserva Federal en septiembre fue dividida, ya que tres miembros del Comité de Mercado Abierto

votaron a favor de aumentar el rango en 25 puntos base. Un integrante destacó que esto ha incrementado las expectativas, tanto del mercado como de los analistas, de un aumento en la tasa de fondos federales en diciembre de este año. En este contexto, la mayoría indicó que se espera un ajuste al alza en la tasa de fondos federales en este año y un aumento más gradual de lo que se anticipaba previamente durante 2017. En este sentido, un miembro recalzó que los objetivos de inflación y desempleo de la Reserva Federal están por alcanzarse. Otro notó que los integrantes del Comité de Mercado Abierto han venido reconociendo paulatinamente reducciones del crecimiento de mediano y largo plazo de Estados Unidos, así como de lo que sería la tasa natural de interés. Apuntó que en su opinión este último punto es muy relevante, ya que de esta disminución dependen tanto el nivel de acomodamiento de la política monetaria, como su efectividad. Así, por un lado destacó que, precisamente, en la medida en que la tasa de interés natural sea menor, la postura monetaria actual sería menos acomodaticia, lo cual posiblemente está contribuyendo a la percepción de mayor gradualidad en el proceso de normalización de la política monetaria. Por otro lado, argumentó que esta situación da un menor espacio de acción a la política monetaria, reduciendo su efectividad ante un choque, e incrementando la posibilidad de inestabilidad financiera.

En lo referente a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros comentó que su crecimiento continúa siendo débil, a lo que uno agregó que no se ha observado un repunte sólido del crecimiento económico en estos países. La mayoría indicó que en la zona del euro los indicadores de confianza y de condiciones crediticias no se han deteriorado significativamente, a pesar de la intención del Reino Unido de salir de la Unión Europea, si bien uno agregó que los efectos del Brexit deberían hacerse más evidentes con el paso del tiempo. También especificó que la inflación anual continúa registrando niveles sustancialmente inferiores al objetivo del Banco Central Europeo, si bien puntualizó que el ritmo de la actividad económica de la zona del euro parece haber aumentado en el tercer trimestre del año tras la desaceleración registrada en el segundo. Algunos integrantes señalaron que, en el corto plazo, la actividad económica en el Reino Unido parece haber mostrado una resistencia mayor a la esperada tras la decisión de abandonar la Unión Europea. Uno de ellos consideró que, a pesar de que lo anterior podría permitir descartar algunos de los escenarios más pesimistas para el Reino Unido, los riesgos a la baja para esta economía son considerables. Por otra parte, agregó que en Japón

el ritmo de expansión de la actividad económica es modesto, mientras que la inflación general continúa registrando cifras negativas y que las expectativas de mediano y largo plazo para la misma siguen ubicándose en niveles bajos.

En cuanto a la política monetaria en estas economías, algunos señalaron que el Banco Central Europeo mantuvo una política acomodaticia. Asimismo, uno de ellos sostuvo que el Banco de Inglaterra ha implementado de manera exitosa medidas de estímulo monetario para tratar de mitigar las repercusiones del Brexit. Al respecto, algunos miembros enfatizaron que, hacia adelante, no se descartan acciones adicionales por parte de ese banco central, a lo que uno de ellos añadió la posible adopción de medidas fiscales de apoyo a la actividad en el Reino Unido. Asimismo, la mayoría destacó que el Banco de Japón ajustó recientemente su estrategia de relajación monetaria, al buscar ejercer un control sobre la curva de rendimientos, con el propósito de aumentar la probabilidad de alcanzar el objetivo de inflación de 2.0 por ciento, reduciendo las pérdidas esperadas para diversos intermediarios financieros. En este contexto, la mayoría también coincidió en que se anticipa que los bancos centrales, principalmente de los países avanzados, mantengan políticas monetarias acomodaticias, si bien recalzó la percepción de una baja efectividad de las medidas de expansión monetaria en algunas de estas economías, principalmente en la zona del euro y Japón, para lograr el cumplimiento de sus objetivos inflacionarios e impulsar la actividad económica. Un miembro señaló que inclusive los efectos financieros de la relajación en estas economías parecen haber sido los contrarios a los esperados.

La mayoría de los integrantes consideró que las expectativas de crecimiento para las economías emergentes han mejorado ligeramente. Uno de ellos detalló que algunos indicadores, incluyendo las ventas al menudeo, la producción industrial y los indicadores prospectivos, sugieren una reanimación en este grupo de economías. Otro comentó que se espera que el crecimiento de estas economías sea secuencialmente mayor, si bien modesto, en los próximos años, tras cinco años de desaceleración continua. Sin embargo, añadió que se observan importantes diferencias entre los países y regiones del grupo y que, en general, estos enfrentan una diversidad de riesgos a la baja, tanto de origen externo, como interno. También apuntó que en China se observa una gradual desaceleración de la actividad, así como un rebalanceo de las fuentes de crecimiento. Además, señaló que, en buena medida como resultado del apoyo de las políticas monetaria y fiscal, los riesgos

para esta economía en el corto plazo parecen estar contenidos. Sin embargo, coincidió con otros miembros en que persisten vulnerabilidades importantes que podrían poner en peligro su desempeño en el mediano y largo plazo, tales como el rápido y sostenido crecimiento del nivel de endeudamiento y las dudas sobre la solidez de su sistema financiero. Un integrante sostuvo que varias economías emergentes aun registran inflaciones elevadas y superiores a sus objetivos, por lo que no se descartan apretamientos monetarios adicionales en esos países.

La mayoría señaló que la volatilidad en los mercados financieros internacionales aumentó de manera importante en septiembre, después de que durante el mes previo se mantuvo en niveles relativamente bajos. Un integrante notó que el mejor desempeño de los mercados financieros durante agosto estuvo motivado por la laxitud de las políticas monetarias adoptadas por diversas economías. Algunos añadieron que en ese período se observaron importantes flujos de capitales hacia países emergentes, así como un mejor comportamiento de las cotizaciones de sus divisas y de sus tasas de interés. Inclusive, uno de ellos notó que en ese mes el precio de los activos de menor calidad crediticia evidenció el mayor apetito por riesgo, al tiempo que las tasas de interés de los bonos gubernamentales en los países desarrollados se mantuvieron relativamente bajas. Respecto al aumento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales a partir de septiembre, señaló que este fue motivado, aparentemente, por la preocupación de un estímulo monetario menor al esperado previamente en las economías avanzadas. Otro integrante profundizó sobre el efecto que el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos pueda tener en la volatilidad de los mercados financieros. En particular, señaló que es posible que el canal de toma de riesgos de la política monetaria esté teniendo una elevada importancia, donde alertó que son varios los mecanismos que podrían estar operando, tales como problemas de agencia e información asimétrica entre inversionistas. En adición a los mecanismos anteriores, agregó que en los mercados financieros y, particularmente, en los emergentes, se ha reducido la liquidez, posiblemente como resultado tanto de regulaciones nuevas al sistema bancario y financiero, como de la posible existencia de una prima considerable que los inversionistas están dispuestos a pagar por obtener financiamiento en dólares. Lo anterior puede estar dando lugar a una elevada volatilidad en los flujos de capital, paradas repentinas de dichos flujos, comportamiento gregario o de manada entre los administradores de fondos y volatilidad financiera en general. Concluyó que todo

ello se ha visto reflejado en el rompimiento de paridades cubiertas de tasas de interés en algunos mercados. Hacia adelante, la mayoría advirtió que persiste el riesgo de que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se recrudezca, en parte debido a las distorsiones ocasionadas por la prolongada expansión monetaria. En este sentido, uno señaló que destaca el creciente papel de las compras de activos por parte de los bancos centrales de países avanzados en el mercado de deuda pública y privada, así como la aparente sobrevaluación de muchos activos, incluyendo los accionarios. Por su parte, otro advirtió que el entorno de nerviosismo en los mercados financieros internacionales puede persistir en los próximos meses como resultado de la posibilidad de nuevos aumentos de la tasa de interés en Estados Unidos, los temores sobre la capacidad de la política monetaria en las economías avanzadas para estimular sus economías, y el rumbo de las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Agregó que también persisten riesgos vinculados a factores de naturaleza geopolítica, entre los cuales destaca, en el corto plazo, el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

La mayoría de los miembros destacó que la economía mexicana registró una contracción en el segundo trimestre de 2016, como resultado de que se frenó el crecimiento del consumo privado, a la vez que la inversión y la demanda externa siguieron mostrando un débil desempeño. Uno mencionó que los indicadores de confianza del consumidor, así como los referidos al momento adecuado para invertir, continuaron deteriorándose. Otro notó que persiste la atonía del sector exportador en su conjunto, e indicó que tanto el consumo privado, como el sector terciario, que han representado las principales fuentes de crecimiento por el lado de la demanda y la oferta, respectivamente, han registrado un menor ritmo de crecimiento. No obstante, algunos integrantes señalaron que más recientemente el consumo ha presentado una expansión elevada y que las exportaciones manufactureras han detenido su descenso. Uno de ellos también mencionó el reciente aumento de las importaciones de bienes de capital. Por el lado de la oferta, la mayoría destacó que, si bien el sector industrial ha permanecido estancado, recientemente se ha observado cierta recuperación en diversos indicadores de la actividad productiva, tales como el IGAE y, al interior de este, en los servicios y en la producción manufacturera. Así, un miembro consideró que tras la caída observada durante el segundo trimestre, la actividad económica mexicana ha reiniciado una expansión moderada, la cual es de esperarse que continúe durante el resto de este año y el siguiente, apoyada

por el anticipado repunte de la producción industrial en Estados Unidos.

En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento, la mayoría de los miembros concluyó que volvió a mostrar un deterioro respecto a la última decisión, añadiendo algunos de ellos que dicho balance es a la baja. Entre los riesgos a la baja, algunos destacaron la posibilidad de una desaceleración en la actividad de Estados Unidos, las complicaciones que pudieran derivarse del proceso electoral en ese país, una reducción en la producción petrolera en México, así como un deterioro mayor a lo previsto en los indicadores prospectivos del consumidor y del productor. Uno de ellos agregó como riesgo adicional la reducción de la inversión pública.

La mayoría de los integrantes consideró que no se han presentado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios. En este sentido, algunos estimaron que la brecha del producto continúa en terreno negativo. Un integrante expresó que es claro que la brecha del producto se ha ampliado recientemente, e incluso otro consideró que no parece viable que esta se cierre en el corto plazo. No obstante, algunos integrantes hicieron referencia a la incertidumbre sobre el grado de holgura que podría estar presentando la economía. En particular, uno de ellos precisó que bajo las circunstancias actuales se ha tornado muy complicada la lectura del ciclo económico, no solo por la incertidumbre en torno a la medición del producto potencial, sino por la fase misma por la que atraviesa el ciclo, con una brecha posiblemente cercana a cero, en un contexto en el que el crecimiento se encuentra solo ligeramente por debajo de su potencial. En cuanto a la perspectiva del mercado laboral, algunos miembros coincidieron en que a pesar de que se ha observado una reducida tasa de desempleo, no se perciben presiones sobre los salarios, agregando uno de ellos que el ritmo de crecimiento del empleo se ha desacelerado. No obstante, otro argumentó que diversos indicadores del mercado laboral parecerían mostrar que actualmente la holgura en este mercado es reducida. Por su parte, aseveró que no se observan presiones sobre las tasas de interés provenientes de la demanda de crédito.

La mayoría de los miembros resaltó que la inflación general anual continúa ubicándose por debajo de la meta permanente de 3.0 por ciento, si bien algunos advirtieron que esta se ha venido incrementando. Otro integrante señaló que incluso en la primera quincena de septiembre, la inflación general anual y sus componentes superaron las expectativas. La mayoría coincidió en que el desempeño de la inflación refleja la tendencia al alza gradual de la

inflación subyacente, la cual se encuentra en niveles cercanos a 3.0 por ciento, así como la evolución de la no subyacente, que se sitúa actualmente alrededor de 2.4 por ciento. En cuanto a la inflación subyacente, uno destacó que esta rebasó ligeramente el 3.0 por ciento. La mayoría notó que este desempeño se explica, principalmente, por la evolución del subíndice de precios de las mercancías, en particular el de las alimenticias, que ha mantenido un aumento gradual como resultado de la depreciación de la moneda nacional. Un miembro detalló que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios de las mercancías se ha hecho más evidente en las últimas semanas, al mostrar dicho subíndice tasas de crecimiento anual cercanas a 4 por ciento. Sin embargo, explicó que no existen indicios de que lo anterior esté afectando el comportamiento de los precios de los servicios, cuyo incremento a tasa anual se mantiene estable y en cifras bajas. Por su parte, la mayoría expuso que la inflación no subyacente presentó un incremento moderado en agosto, asociado a los aumentos de los precios de productos agropecuarios y de las gasolinas, cuyos efectos fueron parcialmente contrarrestados por las disminuciones en los del gas L.P. Un integrante especificó que el subíndice de precios no subyacente registró un aumento relativamente importante en la primera quincena de septiembre, si bien otro subrayó que este aumento se dio desde niveles bajos. Finalmente, la mayoría aclaró que, hasta el momento, no se han manifestado 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, así como las extraídas de cotizaciones de mercado, siguen ancladas, si bien, algunos comentaron que se mantienen ligeramente por encima de la meta permanente. En particular, algunos miembros añadieron que el diferencial entre el rendimiento nominal y real sobre valores gubernamentales se ha incrementado, especialmente en algunos instrumentos de plazos menos largos, aunque uno de ellos aclaró que es difícil estimar en qué medida lo anterior refleja un ajuste de las expectativas de inflación o de las diversas primas de riesgo. Para los siguientes meses, la mayoría de los miembros espera que la inflación general anual se incremente gradualmente y cierre el año ligeramente por arriba de 3.0 por ciento. Respecto a la inflación subyacente anual, la mayoría previó que aumente de manera paulatina a lo largo de este año. Para 2017, estimó que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que en el corto plazo el balance de riesgos para la

inflación se ha deteriorado. Adicionalmente, algunos apuntaron que este balance continúa siendo al alza. Sobre los riesgos al alza, la mayoría destacó que, derivado de la incertidumbre asociada al entorno externo, no se puede descartar que la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales y que ello afecte las expectativas de inflación y el comportamiento de esta última. En este contexto, coincidió en que, actualmente, ese es el principal riesgo al alza para la inflación, a lo que uno añadió que dicho riesgo persiste aun en un entorno de traspaso relativamente bajo. Otro advirtió que existe la posibilidad de que la paridad peso-dólar se ubique en niveles por encima de lo previsto durante un periodo prolongado, que la depreciación del tipo de cambio tenga efectos no lineales sobre los precios y que, en virtud de la tendencia de la inflación, esta muestre cierto aumento aún en ausencia de choques adicionales. Como otro riesgo al alza, la mayoría mencionó que se podrían suscitar aumentos súbitos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Uno de ellos consideró que, de hecho, la posibilidad de este repunte, latente desde hace tiempo, ya se está materializando, si bien agregó que un choque de esta naturaleza no debería dar lugar a efectos de segundo orden, de acuerdo con lo observado previamente. En este contexto, otro miembro sostuvo que existe el riesgo de que la inflación no subyacente regrese a su media histórica, con posibles efectos de segunda vuelta. Algunos reconocieron como otro factor de riesgo al alza el surgimiento de posibles presiones de demanda agregada sobre los precios. Al respecto, algunos de ellos consideraron que lo anterior puede ocurrir ante la ya mencionada incertidumbre sobre el grado de holgura de la economía. Un miembro agregó que choques adicionales al tipo de cambio en presencia de poca o nula holgura incrementarían los riesgos sobre la inflación. Finalmente, la persistencia del déficit de la cuenta corriente en niveles como los actuales, también representa un riesgo para la misma. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de 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, y que la actividad económica nacional continúe presentando un dinamismo menor al anticipado. Uno especificó que las reformas estructurales también podrían tener un efecto favorable sobre los precios a través de un mayor nivel de competencia en varios mercados de bienes y servicios. En adición, explicó que el deterioro en el balance de riesgos para el crecimiento mencionado anteriormente podría mitigar presiones inflacionarias. Finalmente, otro miembro recordó

que todavía no es posible evaluar el efecto potencial de las acciones que se prevé se pongan en marcha a principios del próximo año para liberalizar los precios de las gasolinas.

Respecto al desempeño de los mercados financieros nacionales, todos los miembros apuntaron que en el periodo comprendido desde la última reunión de política monetaria del Banco de México, la cotización de la moneda nacional mostró una significativa depreciación y una elevada volatilidad. La mayoría sostuvo que el peso presentó uno de los comportamientos menos favorables entre las divisas de economías emergentes, y destacó que este desempeño ha sido resultado tanto de factores internos, como externos. Dentro de los internos, la mayoría mencionó la percepción de un debilitamiento en las finanzas públicas. Uno de ellos notó que se han observado persistentes y elevados requerimientos financieros del sector público y un acelerado crecimiento de la razón deuda pública a PIB en los últimos años. La mayoría subrayó que, como consecuencia de lo anterior, ciertos indicadores de primas de riesgo se han estado incrementando. Uno señaló que estos incluso se sitúan por encima de los de otras economías con igual calificación crediticia. Adicionalmente, algunos señalaron que la percepción de fragilidad fiscal se confirma con las advertencias emitidas este año por las agencias calificadoras. Como factores internos adicionales, algunos integrantes destacaron que la ampliación del déficit en la cuenta corriente también ha incidido en el debilitamiento del peso, si bien en menor medida, y un miembro añadió como factor adicional la falta de plena información sobre el plan de negocios de Pemex. En cuanto a los factores externos, todos los integrantes resaltaron la preocupación que se ha derivado del proceso electoral en Estados Unidos y sus posibles implicaciones para México, las cuales podrían ser particularmente importantes. Un miembro detalló que los resultados de este proceso podrían traducirse en un considerable choque adverso al crecimiento potencial de la economía mexicana. Adicionalmente, otro recalzó que inclusive el peso se ha utilizado como un vehículo de cobertura por varios agentes económicos contra un resultado adverso en dicha elección. La mayoría señaló como otro factor externo relevante el impacto que tienen las medidas de política monetaria de Estados Unidos sobre México, apuntando algunos que en el corto plazo esto sería principalmente a través del canal de toma de riesgos descrito anteriormente. Asimismo, algunos añadieron como factor adicional los movimientos a la baja en el precio del petróleo. La mayoría recalzó que las tasas de interés en moneda nacional para todos los plazos registraron incrementos, lo que condujo a un empujamiento

moderado de la curva de rendimientos y a aumentos en los diferenciales de tasas de interés de México respecto de las de Estados Unidos. Uno de los miembros comentó que lo anterior ha contrastado con la estabilidad, e incluso la reducción, de tasas de interés en otras economías emergentes. Por su parte, otro integrante concluyó que ante los choques descritos, estos ajustes de precios podrían verse exacerbados, conduciendo a mayor volatilidad en el mercado cambiario y de tasas, así como un deterioro en las condiciones de operación de los mismos. Hacia adelante, la mayoría notó que persiste el riesgo de que la volatilidad en los mercados financieros internacionales y nacionales se recrudezca. Esto, sobre todo si se agudiza el nerviosismo derivado de las posibles consecuencias sobre México del proceso electoral en Estados Unidos y de las medidas de normalización de la postura monetaria que se espera que la Reserva Federal adopte durante el resto del año, así como de la posibilidad de caídas adicionales en los precios del petróleo.

Ante los riesgos señalados, y considerando que tanto el entorno externo como interno que enfrenta la economía se puede tornar aún más complicado, todos enfatizaron la necesidad de fortalecer los fundamentos macroeconómicos de México, señalando uno de ellos que incluso dicha necesidad se ha incrementado. La mayoría de los integrantes coincidió en que las medidas de consolidación fiscal que han sido propuestas en el paquete económico presentado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público al H. Congreso de la Unión van en la dirección correcta. Además, destacó que con el paquete fiscal propuesto se prevé alcanzar un superávit primario a partir de 2017 y estabilizar la razón de deuda pública a PIB también a partir de ese año, lo que permitirá absorber choques del exterior de manera más eficiente y propiciar mejores saldos de la cuenta corriente. Uno señaló que, de cumplirse estas acciones, sería un primer paso hacia una estabilización y un cambio de tendencia más definitiva en el saldo de la deuda. La mayoría subrayó que es indispensable la aprobación y la adecuada ejecución de las acciones fiscales planteadas. Un integrante puntualizó que es indispensable que se tomen todas las medidas necesarias para convencer a los mercados del compromiso de las autoridades fiscales para garantizar la reducción del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público como porcentaje del PIB en los próximos años, principalmente ante la perspectiva de reducidos precios y producción del petróleo. Asimismo, señaló que existen límites de seguir sustentando el ajuste fiscal a través de un menor gasto de inversión dado el persistente ascenso en el gasto corriente. Otro miembro subrayó que ante un entorno incierto y

cambiante las autoridades fiscales deben estar preparadas para realizar ajustes adicionales en caso de que sea necesario. La mayoría mencionó que, para complementar las medidas de ajuste fiscal anteriores y para contribuir al fortalecimiento del marco macroeconómico del país, el Banco de México seguirá una política monetaria prudente. Finalmente, un integrante apuntó que en adición a lo ya comentado, es necesario mantener la estabilidad financiera y continuar con los esfuerzos de ajuste estructural encaminados a fortalecer las fuentes internas de crecimiento.

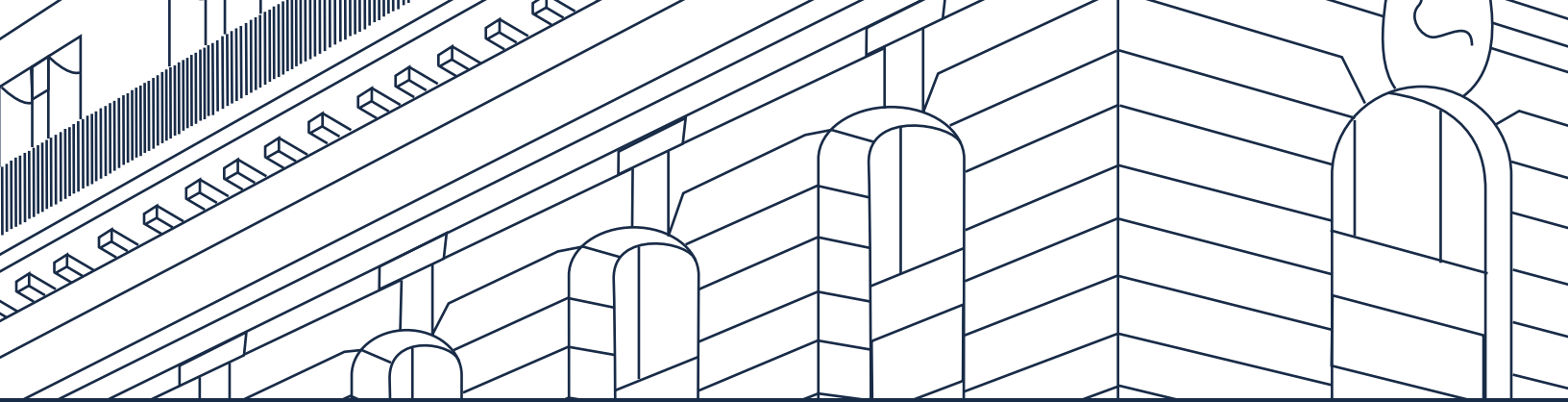
La mayoría de los miembros mencionó que la política monetaria en México enfrenta una coyuntura complicada. Por un lado, la actividad económica se ha desacelerado, la tasa de inflación se mantiene por debajo de la meta y sus expectativas de largo plazo continúan ancladas. Por el otro, los riesgos al alza para la inflación se han acentuado, principalmente, como resultado de la depreciación del tipo de cambio. En este contexto, todos los integrantes señalaron que ante las presiones inflacionarias que han surgido, se consideró necesario realizar un ajuste en la política monetaria en México. Con ello, se busca contrarrestar dichas presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas de inflación, evitando así efectos de segundo orden que pudieran derivarse de la depreciación cambiaria. Uno subrayó la relevancia de comunicar al público que esta decisión busca reducir el riesgo de una contaminación de la depreciación cambiaria a la inflación y sus expectativas, y que de ninguna manera obedece al seguimiento de una supuesta meta del nivel del tipo de cambio. Otro señaló que, si bien en virtud de la naturaleza de algunos de los ajustes que están incidiendo con mayor fuerza en el tipo de cambio, es difícil evaluar la futura trayectoria de la tasa de referencia en el muy corto plazo, más allá de este periodo particular es de esperarse que el comportamiento de la tasa de referencia en México se vea influido por la evolución de las tasas de interés en Estados Unidos. Enfatizó que, tomando en cuenta la estrecha relación entre las dos economías y el grado de apertura de la economía mexicana, bajo condiciones de nerviosismo en los mercados financieros nacionales e internacionales, un ajuste de la tasa de referencia en Estados Unidos sin una respuesta de la política monetaria en México podría dar lugar a salidas desordenadas de capital con consecuentes riesgos para la inflación y la estabilidad financiera. Otro miembro recalcó que la política monetaria debe propiciar un ajuste ordenado en las tasas de interés, sobre todo ante el proceso de descompresión de la prima por plazo que acompaña el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, si bien

mencionó que una menor tasa natural de interés en Estados Unidos respecto a lo que se pensaba proporciona márgenes de maniobra al Banco de México. En el mismo sentido, un integrante advirtió que, a pesar de que la tendencia al alza en la inflación aún no es preocupante, las expectativas de inflación se podrían ajustar muy rápidamente y que en un momento dado, en ausencia de acciones, el Banco de México se podría ver rezagado con respecto al desempeño de las expectativas de inflación y al propio proceso de formación de precios en la economía. Asimismo, otro apuntó, que la respuesta oportuna de la política monetaria tomará en cuenta los rezagos con los que esta opera sobre la economía. Adicionalmente, otro integrante notó que es muy importante que el Banco de México preserve su credibilidad enviando un claro mensaje de que existe una institución dentro del Estado mexicano preocupada porque se preserve el poder adquisitivo de la moneda nacional. Así, la mayoría subrayó la relevancia de transmitir el mensaje de que la Junta de Gobierno continuará dando un seguimiento cuidadoso a todos los determinantes de la inflación para responder oportunamente en caso de que pudieran poner en peligro el cumplimiento del objetivo del Banco.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando lo anterior, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base, a un nivel de 4.75 por ciento. Con esta acción, se busca contrarrestar las presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas de inflación. Este aumento al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día no pretende iniciar un ciclo alcista de éste.

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 por su posible traspaso a los precios, sin que ello signifique que se tenga un objetivo para este. También 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 3.0 por ciento, con toda flexibilidad y en el momento y magnitud en que las condiciones lo requieran.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 13 de octubre de 2016

