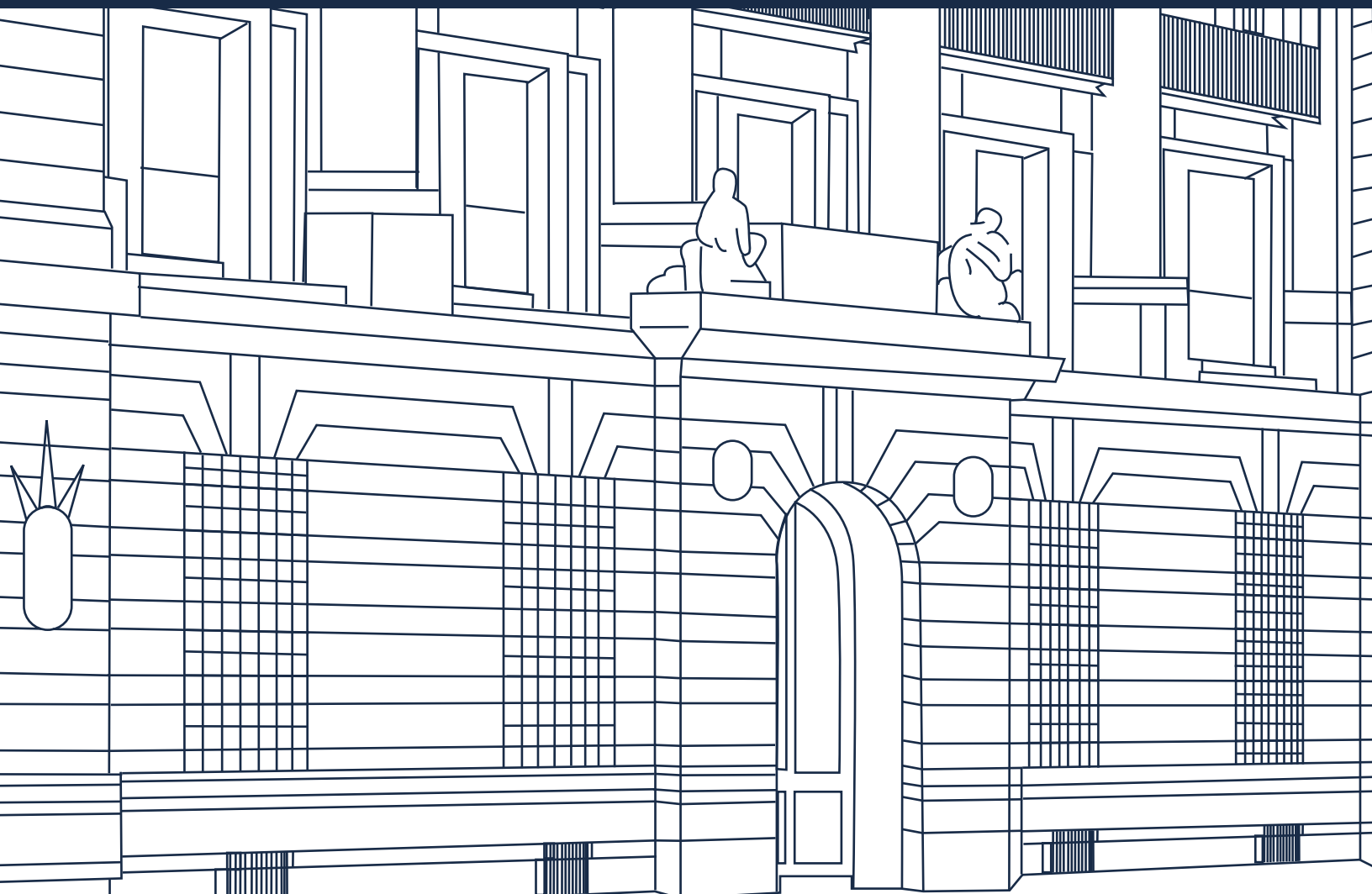




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 43

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 5 de mayo 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:** 5 de mayo 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

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

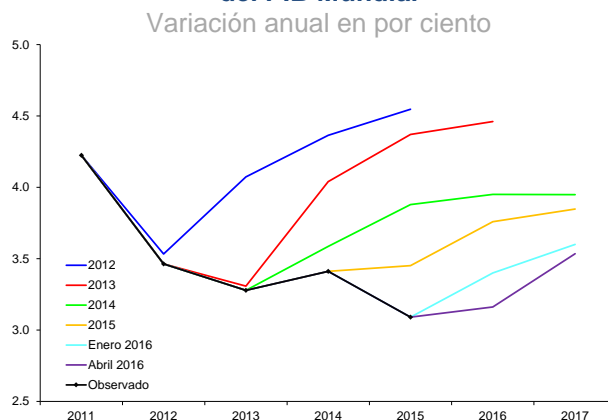
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial han continuado revisándose a la baja, reflejando un ritmo de expansión menor al anticipado tanto de las economías emergentes, como de las avanzadas (Gráfica 1). Por su parte, los mercados financieros han mostrado una menor volatilidad en las últimas semanas ante la expectativa de un proceso de normalización de la política monetaria más gradual en Estados Unidos, una mejoría en la actividad económica en China y cierta recuperación en los precios de las materias primas. No obstante, el balance de riesgos para la economía global es a la baja y en el margen se ha deteriorado. En

particular, se han acentuado diversos riesgos geopolíticos, tales como la incertidumbre política en Brasil, el próximo referéndum en Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea, la crisis migratoria en Europa, y una retórica proteccionista en algunas economías avanzadas.

**Gráfica 1**  
**Evolución de los Pronósticos del Crecimiento del PIB Mundial**

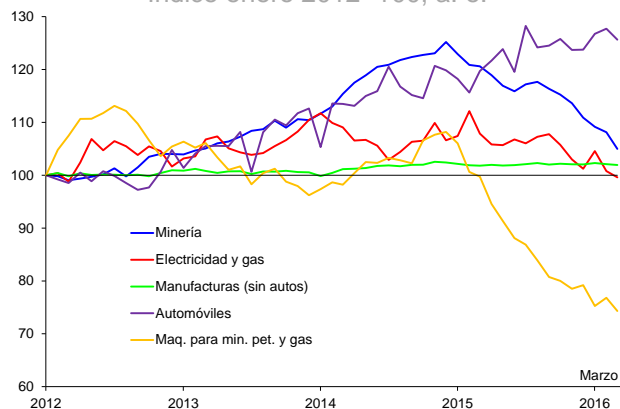


Fuente: FMI, WEO primavera de 2012 a 2016.

El ritmo de crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos se desaceleró significativamente en el primer trimestre de 2016. En efecto, el PIB de ese país aumentó 0.5 por ciento a tasa trimestral anualizada en ese período, cifra menor a la esperada y al 1.4 por ciento observado durante el cuarto trimestre de 2015. El gasto en consumo privado mostró un menor crecimiento que en el trimestre previo, a pesar de la continua fortaleza del empleo, el crecimiento del ingreso de los hogares y los elevados niveles de confianza del consumidor. Por su parte, la inversión no residencial, las exportaciones y la producción industrial siguieron afectadas por los efectos rezagados de la apreciación del dólar, el lento crecimiento de la demanda externa, y los bajos precios de los energéticos.

La producción industrial en Estados Unidos registró una caída de 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre del año, después de una contracción de 3.3 por ciento el trimestre previo. En particular, en los primeros tres meses del año se profundizó el deterioro del sector minero, en especial el asociado con energía. La producción manufacturera registró un crecimiento trimestral anualizado de 0.6 por ciento, luego de una contracción de 0.5 por ciento el trimestre previo. No obstante, excluyendo la producción de vehículos, el sector manufacturero mostró un estancamiento en el trimestre (Gráfica 2).

**Gráfica 2**  
**EUA: Componentes de la Producción Industrial**  
 Índice enero 2012=100, a. e.



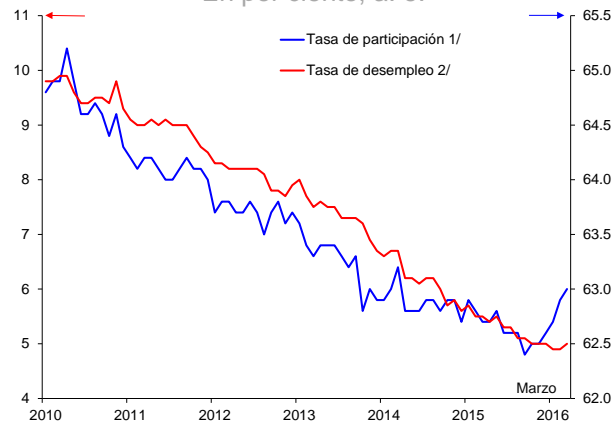
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Reserva Federal.

En contraste, el mercado laboral de Estados Unidos siguió mostrando una mejoría. En particular, la nómina no agrícola creció a un promedio mensual de 209 mil plazas en el primer trimestre de 2016. Además, la tasa de participación laboral se incrementó de 62.6 por ciento en diciembre de 2015 a 63.0 por ciento en marzo. En este contexto, la tasa de desempleo se mantuvo en alrededor del 5.0 por ciento, cifra cercana a la mediana de 4.8 por ciento de las proyecciones de largo plazo de la Reserva Federal (Gráfica 3). No obstante, la evolución reciente de los salarios todavía sugiere la existencia de cierta holgura en dicho mercado.

En la zona del euro, la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo moderado durante el primer trimestre de 2016. De acuerdo con la estimación preliminar, el PIB creció 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada, frente a 1.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2015. El relajamiento en las condiciones de crédito, en conjunto con una postura de política fiscal ligeramente expansionista, han influido en este resultado. Sin embargo, prevalecen retos, como un entorno externo frágil, la apreciación del euro e incertidumbre sobre el efecto de las tasas de interés de depósitos negativas sobre la estabilidad del sistema bancario.

**Gráfica 3**  
**EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación de la Fuerza Laboral**  
 En por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ En por ciento de la población civil mayor a 15 años.

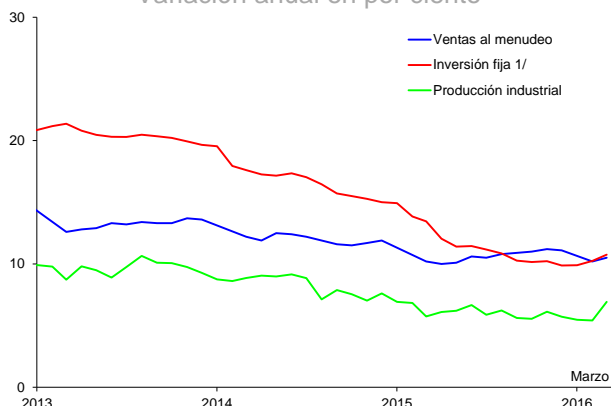
2/ En por ciento de la fuerza laboral.

Fuente: BLS.

Por otra parte, las perspectivas de crecimiento de algunas de las principales economías emergentes han seguido revisándose a la baja. En particular, destaca el panorama menos favorable para América Latina, región cuyo producto se espera se contraiga por segundo año consecutivo en 2016. Esto, reflejando el considerable deterioro en sus términos de intercambio, dada la gran caída de los precios de las materias primas, la situación prevaleciente en Brasil y Venezuela, el anuncio de recortes fiscales en diversos países, y el limitado margen de maniobra de la política monetaria, dada una inflación superior al objetivo en varios países.

En contraste, los temores sobre una fuerte desaceleración de la economía china se han reducido, en vista de la recuperación observada en los principales indicadores de actividad económica de marzo. A ello han contribuido las medidas de estímulo monetario y fiscal. Estas últimas se han reflejado en más proyectos públicos de inversión en infraestructura y en un repunte del sector inmobiliario (Gráfica 4). Sin embargo, estas medidas han venido acompañadas de un mayor crecimiento en el crédito, lo cual aumenta los riesgos para la estabilidad financiera de este país.

**Gráfica 4**  
**China: Indicadores de Actividad Económica**  
 Variación anual en por ciento



1/ Corresponde a la variación anual acumulada en por ciento.  
 Fuente: Haver Analytics.

Después de caer al inicio del año, en general los precios internacionales de las materias primas mostraron una mejoría durante las últimas semanas. En el caso del petróleo, a pesar de no haberse logrado un acuerdo en la reunión de Doha entre países miembros y no miembros de la OPEP para limitar la producción de petróleo, los precios continuaron recuperándose. Esto último, ante una mejoría en las perspectivas sobre el balance entre la oferta y la demanda derivada de reducciones en los niveles de producción en varios países, en particular, de Estados Unidos y Canadá.

En las principales economías avanzadas la inflación y sus expectativas se mantienen bajas, y prevalecen preocupaciones deflacionarias. Por su parte, en las economías emergentes, en particular en gran parte de las economías de América Latina, así como Rusia y Sudáfrica, entre otras, la inflación se mantuvo elevada, a pesar de la apreciación en general de sus monedas en las últimas semanas.

La debilidad del entorno externo contribuyó a que la postura de política monetaria del Banco Central Europeo se tornara más acomodaticia y a que la normalización de la postura de la Reserva Federal sea más gradual. No obstante, estas políticas laxas (junto con la del Banco de Japón) parecerían estar teniendo una efectividad decreciente para apoyar la recuperación de sus economías y podrían estar generando riesgos importantes para la estabilidad del sistema financiero internacional.

En su reunión de abril, la Reserva Federal mantuvo nuevamente sin cambio su objetivo para la tasa de fondos federales en un rango de 0.25 a 0.5 por ciento. No obstante, en el comunicado dejó de

referirse a los acontecimientos económicos y financieros globales como un riesgo para la economía de Estados Unidos, aunque mencionó que el entorno internacional se seguirá monitoreando cuidadosamente. Además, la Reserva Federal señaló que la inflación se mantiene por debajo de la meta de 2 por ciento, reflejando en parte las caídas observadas en los últimos meses en los precios de la energía y de las importaciones, y reiteró que las expectativas de inflación se mantienen aún bajas.

Después de la ampliación del relajamiento monetario durante marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de política monetaria en abril y reafirmó su orientación sobre posibles modificaciones (*“forward guidance”*), enfatizando que el BCE está dispuesto a utilizar todos los instrumentos a su disposición, incluyendo recortes adicionales a las tasas de interés, para alcanzar su meta de inflación. Esa Institución destacó que el anuncio de las medidas en marzo ha apoyado una mejoría en las condiciones de financiamiento y un repunte en el crecimiento del crédito.

En su reunión de abril, el Banco de Japón se abstuvo nuevamente de proveer un relajamiento adicional, a pesar de haber revisado a la baja significativamente sus perspectivas para la economía y la inflación, de reconocer una reducción en las expectativas de inflación y de aplazar el logro de la meta de inflación de 2 por ciento hasta el año fiscal 2017. No obstante, esa Institución reiteró que en caso de que se considere necesario, se implementarían medidas adicionales de relajamiento en el futuro.

## 2.2. Evolución financiera reciente

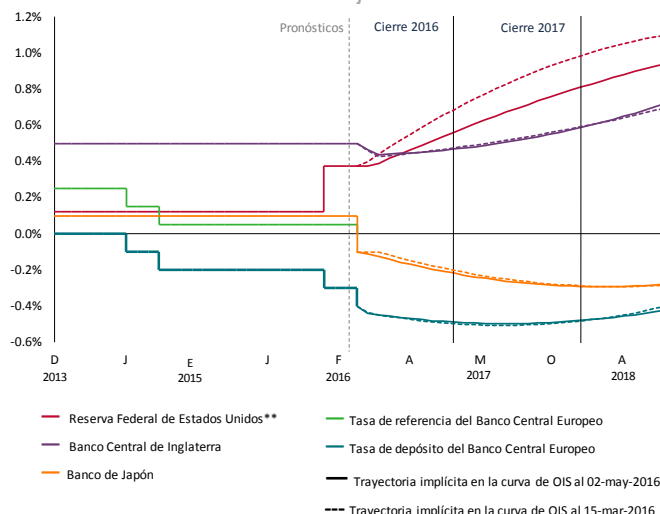
### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La fragilidad económica y los bajos niveles de inflación que prevalecen en la mayoría de los países desarrollados apuntan a que las condiciones de amplia lasitud monetaria a nivel global permanecerán por un periodo más prolongado al anticipado previamente (Gráfica 5). En este sentido, las tasas de referencia implícitas en los instrumentos de mercado de dinero de corto plazo sugieren que el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal será más lento de lo que se esperaba hace algunos meses. Asimismo, se ha retrasado la fecha esperada para el primer incremento de la tasa de referencia del Banco Central de Inglaterra y no se descarta la posibilidad de que el Banco Central Europeo y el Banco de

Japón tengan que implementar medidas adicionales de estímulo en respuesta al débil crecimiento de sus economías y la disminución de las expectativas de inflación.

**Gráfica 5**

**Evolución de la trayectoria implícita de la tasa de referencia de economías seleccionadas en la curva OIS\***  
Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

\*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

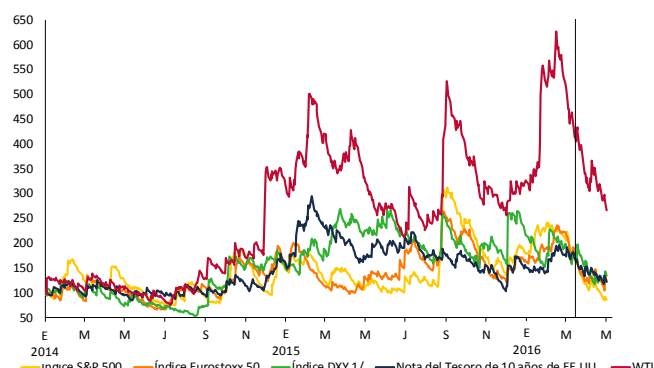
\*\*Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.25% - 0.5%).

La expectativa de permanencia, e incluso expansión, de la liquidez disponible a nivel global; el repunte en los precios del petróleo; y la aparente estabilización de la economía y de los mercados financieros en China, fueron factores que contribuyeron a una menor volatilidad y a un desempeño favorable de los mercados financieros en las últimas semanas (Gráfica 6 y Gráfica 7). En particular, se observó un ajuste al alza en la mayoría de los índices accionarios y en los precios de algunas materias primas que habían registrado pérdidas importantes durante el primer trimestre del año. Por su parte, en los mercados de renta fija, las tasas de interés de los bonos gubernamentales de los principales países desarrollados volvieron a disminuir, situándose en muchos casos en terreno negativo. Finalmente, en los mercados cambiarios la expectativa de que la normalización de la tasa de referencia en Estados Unidos sería más gradual a lo que se anticipaba fue un factor determinante en el comportamiento del dólar, el cual se depreció frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 8). En efecto, a pesar de las múltiples medidas de relajamiento monetario del Banco Central Europeo y del Banco de Japón, el

euro y el yen se apreciaron significativamente frente al dólar. Esto último podría afectar las perspectivas de crecimiento económico y agravar los problemas de baja inflación tanto en la zona del euro, como en Japón.

**Gráfica 6**

**Volatilidad histórica de activos financieros seleccionados\***  
Índice 1-ene-2014 = 100



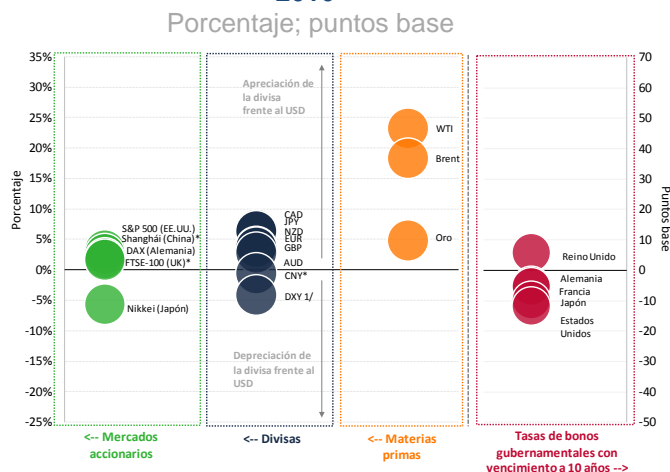
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

\*Volatilidad histórica anualizada de los rendimientos diarios, partiendo de una muestra desde enero de 2013, con decaimiento exponencial de 0.96. 1/ DXY: Promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

La línea negra vertical indica la última reunión del comité de política monetaria de Banco de México.

**Gráfica 7**

**Evolución de indicadores financieros seleccionados del 15 de marzo al 2 de mayo de 2016\***  
Porcentaje; puntos base



Fuente: Bloomberg.

1/DXY: Promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis divisas más 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%.

\*Datos al 29 de abril de 2016.

**Gráfica 8**  
**Evolución del índice del dólar DXY\***  
 Índice 30-jun-14=100



Fuente: Bloomberg.  
 La línea negra vertical indica la última reunión del comité de política monetaria de Banco de México.

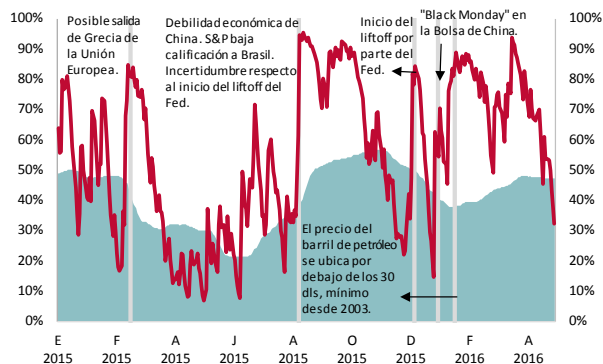
Cabe señalar que el desempeño favorable de algunos activos financieros parecería ser altamente dependiente de la expectativa de mayor laxitud monetaria por parte de los principales bancos centrales y contrasta con la debilidad de la evolución económica reciente. De hecho, como ya se señaló, las perspectivas de crecimiento económico global siguen revisándose a la baja. Además, aún existen varios factores de incertidumbre para la actividad económica y para la estabilidad financiera a nivel global. Entre ellos destacan los efectos aún inciertos que la instrumentación de tasas de interés negativas por un periodo prolongado por parte de algunos bancos centrales podría tener sobre la estabilidad financiera, la rentabilidad del sector bancario e incluso la viabilidad de instituciones con activos de largo plazo. Otro factor de riesgo es una posible descompresión desordenada de las primas por plazo ante la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Por otra parte, la reciente estabilización de las variables económicas de China podría no ser sostenible debido a que obedece principalmente a fuertes medidas de apoyo gubernamental, enfocadas principalmente a gasto en infraestructura, y a un crecimiento acelerado del crédito que podría agravar el problema de alto apalancamiento de esa economía. Además, en Europa, la posible salida de Reino Unido de la Unión Europea es otro factor de riesgo que, en caso de que se materialice, podría tener implicaciones negativas en el ámbito económico, financiero, político y social de la región. Finalmente, la persistencia del repunte en los precios del petróleo es incierta, pues si bien

se ha observado una disminución en los niveles de producción de crudo en Estados Unidos, otros países continúan produciendo a niveles históricamente altos en un contexto de elevados inventarios a nivel global.

### 2.2.2. Mercados emergentes

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros de países emergentes presentaron un desempeño positivo, en un ambiente de menor volatilidad (Gráfica 9). Como ya se mencionó, lo anterior estuvo asociado al desempeño favorable observado por los precios de las materias primas, principalmente en los crudos de referencia, la mayor estabilidad en los mercados financieros en China y la expectativa de que las condiciones monetarias altamente acomodaticias en las principales economías desarrolladas se mantengan por un periodo de tiempo más prolongado.

**Gráfica 9**  
**Índice de condiciones de estrés en los mercados financieros de países emergentes**  
 Percentiles (enero 1, 2010-abril 21, 2016)  
 Porcentaje de la varianza explicada por el primer componente



Nota: El índice de estrés de mercados financieros emergentes se construye a partir de la metodología de análisis de componentes principales utilizado por la Reserva Federal de San Luis y de Kansas para la construcción de sus índices de estrés. En términos generales el análisis de componentes principales permite extraer aquellos factores responsables de los movimientos correlacionados de un grupo de variables. Al igual que los índices mencionados, asumimos que el primer componente refleja el riesgo sistémico y para éste calculamos su volatilidad (índice de estrés de mercados financieros emergentes). En este análisis se utilizan los cambios porcentuales diarios de las siguientes variables: tipo de cambio, principales índices bursátiles, seguros de incumplimiento a plazo de 5 años y swaps de tasa de interés a 10 años (con excepción de Colombia que se usó el bono genérico de 5 años e Indonesia se usó el bono genérico de 10 años). Los países emergentes que se incluyen en la construcción del índice son los siguientes; Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Indonesia, Hungría, Malasia, México, Polonia, Tailandia, Turquía, Sudáfrica.  
 Fuente: Cálculos del Banco de México con información de Bloomberg.

En este contexto, las divisas con un mayor diferencial de tasas de interés respecto a las de los países desarrollados (divisas de acarreo) y aquellas con una mayor sensibilidad a los precios de las materias primas, exhibieron las apreciaciones más relevantes frente al dólar. Por su parte, las tasas de interés disminuyeron en la mayoría de los países, al tiempo que los índices accionarios mostraron avances, reflejando el ambiente de menor aversión al riesgo y las recomendaciones para tomar posiciones en este tipo de activos por parte de las principales empresas y fondos que administran activos financieros (Gráfica 10). Bajo este entorno positivo se observaron flujos moderados de entrada por parte de inversionistas extranjeros hacia mercados emergentes. En este orden de ideas, sobresalió el regreso de Argentina como un emisor en los mercados internacionales de deuda, al colocar 16,500 millones de dólares a diferentes plazos.

**Gráfica 10**  
**Variación de precios de activos financieros de países emergentes seleccionados del 15 de marzo al 2 de mayo de 2016**  
 Porcentaje; puntos base

Región	País	Mercado cambiario	Mercado accionario	Mercado de deuda
Latinoamérica	México	3.7%	3.2%	-12
	Brasil	7.2%	14.1%	-224
	Chile	3.8%	4.0%	-22
	Colombia	10.4%	4.7%	9
Europa Emergente	Rusia	8.1%	5.3%	-47
	Polonia	1.4%	1.3%	14
	Turquía	3.2%	6.1%	-75
	República Checa	3.6%	-0.1%	8
Asia	Hungría	3.5%	4.9%	-2
	Corea del Sur	4.2%	0.4%	-16
	Malasia	5.3%	-1.1%	-4
	India	1.4%	3.6%	-13
	Filipinas	-0.5%	-1.3%	0
	Tailandia	0.8%	1.6%	8
	Indonesia	0.0%	-0.9%	0

Nota: El indicador utilizado para el mercado de deuda es la tasa de interés fija del swap de cada país a plazo de 5 años.

Fuente: Bloomberg.

### 2.2.3. Mercados en México

Los mercados financieros en México también registraron un desempeño positivo durante las últimas semanas. En este sentido, el tipo de cambio del peso frente al dólar se apreció 2.8% durante el periodo de análisis (Gráfica 11) y de esta forma continuó la tendencia de apreciación observada desde el anuncio de las acciones conjuntas por parte de las autoridades mexicanas en materia fiscal, monetaria y cambiaria dadas a conocer el pasado 17 de febrero. Adicionalmente, destacó que las

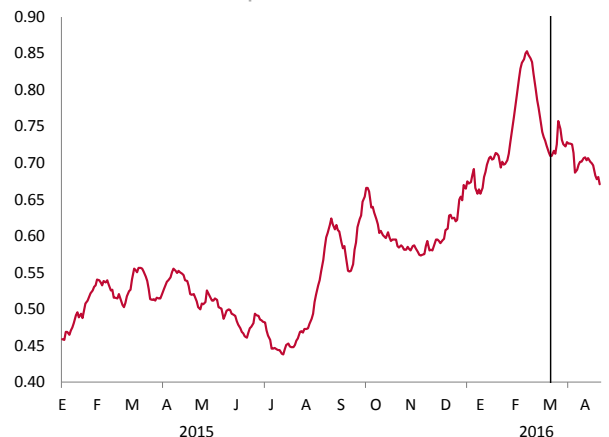
condiciones de operación fueron favorables y mejores a las observadas al inicio del año (Gráfica 12).

**Gráfica 11**  
**Tipo de cambio peso mexicano-dólar**  
 Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 12**  
**Diferenciales de compra y venta de la cotización del tipo de cambio peso mexicano-dólar**  
 Centavos, promedio móvil 10 días

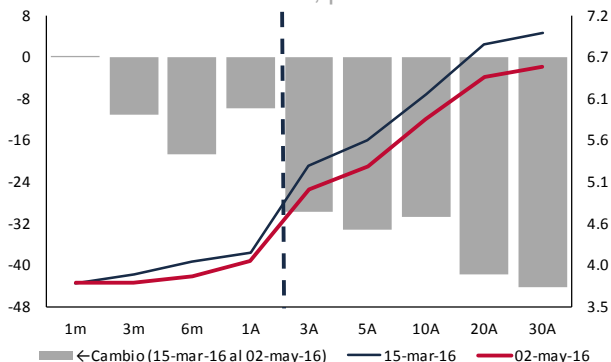


Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Banco de México con información de Reuters.

Por su parte, el mercado de dinero también registró un desempeño positivo, con disminuciones en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos y, en especial, en los plazos más largos (Gráfica 13). Al respecto, uno de los factores que contribuyó a dicho comportamiento fue la reducción de los montos de colocación trimestrales recientemente anunciados por la SHCP, los cuales se derivan de la aplicación del remanente de operación que el Banco de México entregó en abril a la mencionada Secretaría. En términos de flujos, los inversionistas extranjeros continuaron incrementando su exposición en bonos de largo plazo denominados en pesos.

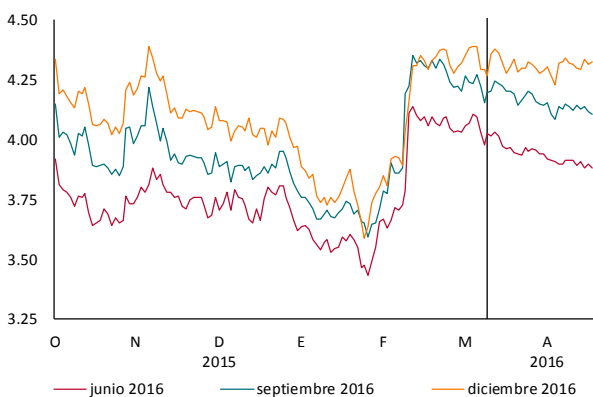
**Gráfica 13**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija nominal**  
 Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

Finalmente, las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y las reales se mantienen estables y ligeramente por debajo de la meta puntual de inflación del Banco de México. En línea con lo anterior, las expectativas del rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ajustaron y ahora anticipan que el siguiente incremento en la tasa de referencia se lleve a cabo en septiembre de este año, y no en junio, como previamente se anticipaba (Gráfica 14).

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



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

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

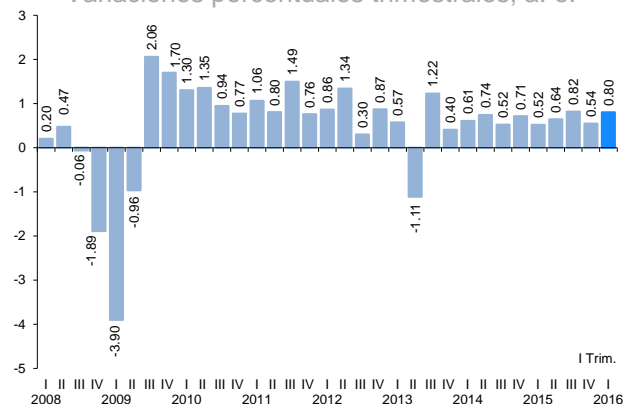
## 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

### 2.3.1. Actividad económica

En el primer trimestre de 2016, según la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, la economía mexicana presentó un crecimiento superior al observado en el trimestre previo (Gráfica 15). En particular, la actividad económica en México continuó siendo impulsada por la expansión del consumo privado, ya que la demanda externa siguió registrando un comportamiento desfavorable, a la vez que la inversión fija bruta mantuvo un débil desempeño.

**Gráfica 15**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las cifras correspondientes al primer trimestre de 2016 se refieren a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

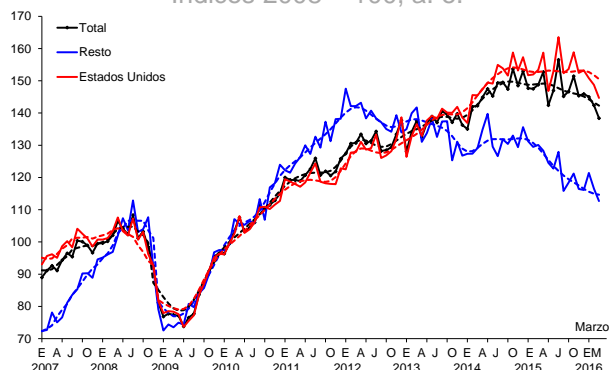
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En efecto, en el primer trimestre de 2016 las exportaciones manufactureras mantuvieron una tendencia negativa, en un contexto en el cual el comercio mundial ha venido mostrando una desaceleración. En particular, tanto las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, como las canalizadas al resto del mundo, presentaron una trayectoria decreciente, la cual ha sido más notoria en el caso de estas últimas (Gráfica 16). Asimismo, este comportamiento desfavorable de las exportaciones manufactureras se observa tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices. En cuanto a la demanda interna, algunos indicadores del consumo privado, tales como las ventas de vehículos ligeros y los ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor, sugieren que este continuó exhibiendo una tendencia creciente, si bien las ventas de la ANTAD se desaceleraron en los primeros tres meses del año. Por su parte, la inversión fija bruta siguió



registrando un débil desempeño, como reflejo de la tendencia negativa que ha mostrado la inversión en maquinaria y equipo, y del hecho de que la inversión en construcción no ha presentado señales claras de una recuperación.

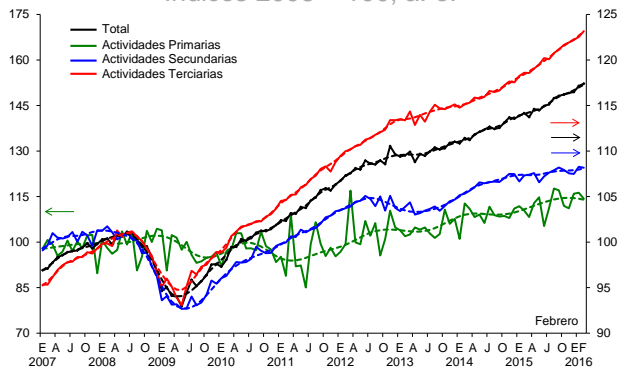
**Gráfica 16**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
Índices 2008 = 100, a. e.



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

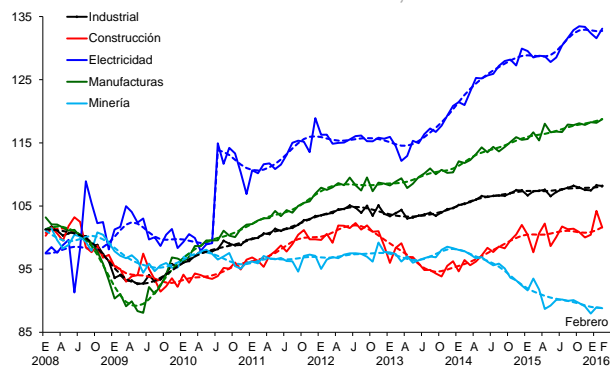
Por el lado de la producción, de acuerdo a cifras del IGAE, en los primeros dos meses de 2016 las actividades terciarias mantuvieron una tendencia positiva, en tanto que la producción industrial continuó registrando un estancamiento (Gráfica 17). En particular, las manufacturas siguieron presentando un bajo ritmo de crecimiento, en congruencia con el débil desempeño que se ha observado en la producción industrial en Estados Unidos y en la demanda proveniente del resto del mundo. Por su parte, la construcción sigue sin exhibir un cambio favorable de tendencia, en tanto que la minería siguió mostrando una tendencia negativa (Gráfica 18).

**Gráfica 17**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
Índices 2008 = 100, a. e.



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

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



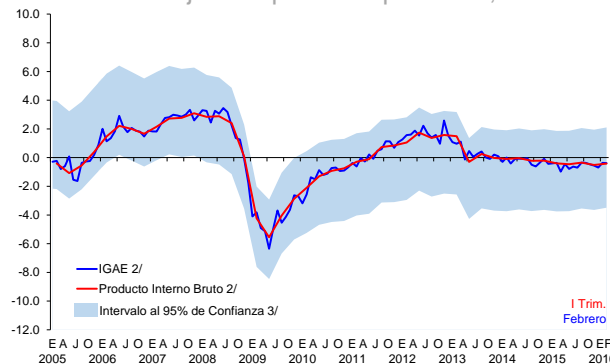
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

El moderado crecimiento que ha registrado la actividad económica ha conducido a que continúen prevaleciendo condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores de este último sugieren que estas parecerían estar disminuyendo gradualmente. En específico, la brecha del producto sigue en terreno negativo y no se han presentado presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 19).

**Gráfica 19**  
**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/ El dato del PIB del primer trimestre de 2016 utilizado para el cálculo de la brecha corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI. Cifras del IGAE a febrero de 2016.

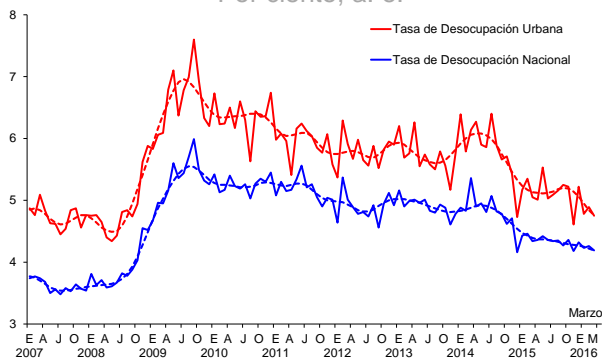
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

En cuanto al mercado laboral, en el primer trimestre de 2016 tanto la tasa de desocupación nacional, como la tasa de desocupación urbana, mostraron reducciones respecto a los niveles reportados en el trimestre anterior (Gráfica 20). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó creciendo, si bien a un menor ritmo que en 2015. Adicionalmente, en los primeros meses de 2016 los salarios reales de los trabajadores asegurados en el IMSS siguieron incrementándose, si bien de manera moderada. Lo anterior, junto con la evolución que ha exhibido la productividad laboral, ha conducido a que los costos unitarios de la mano de obra permanezcan en niveles bajos.

**Gráfica 20**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
 Por ciento, a. e.



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

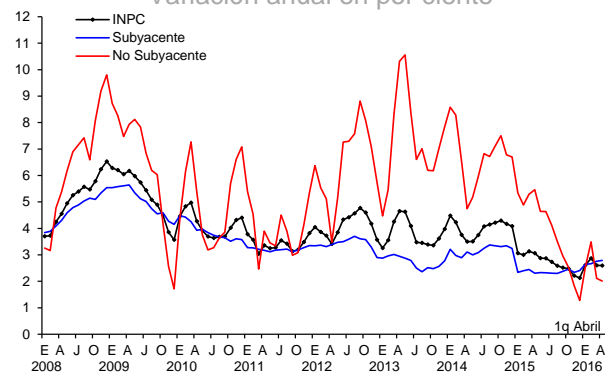
En lo que respecta al financiamiento al sector privado no financiero, la información disponible al primer trimestre de 2016 sugiere que este aceleró su ritmo de expansión respecto del trimestre previo. Ello, como reflejo de un repunte del financiamiento externo derivado de un monto significativo de deuda que colocó un número reducido de empresas mexicanas en los mercados internacionales durante el mes de marzo. En contraste, el financiamiento interno al sector privado moderó su tasa de crecimiento, si bien esta continúa siendo relativamente elevada. En este contexto, las tasas de interés –particularmente las asociadas al financiamiento interno a las empresas– se incrementaron, en concordancia con los aumentos recientes en la tasa de política monetaria. Por su parte, los índices de morosidad del crédito de la

banca comercial, en general, se mantuvieron bajos y sin cambios significativos, lo que apunta a la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Las condiciones inflacionarias de la economía continúan siendo favorables, y se han continuado registrando niveles de inflación por debajo de los previstos. En efecto, entre febrero y la primera quincena de abril de 2016, la inflación general anual disminuyó de 2.87 a 2.60 por ciento. Esto se debió, principalmente, a las menores tasas de crecimiento en los precios del componente no subyacente. Por su parte, si bien la inflación subyacente exhibió una moderada tendencia al alza, se mantiene en niveles por debajo de 3 por ciento, pasando en el periodo citado de 2.66 a 2.79 por ciento (Gráfica 21 y Cuadro 1).

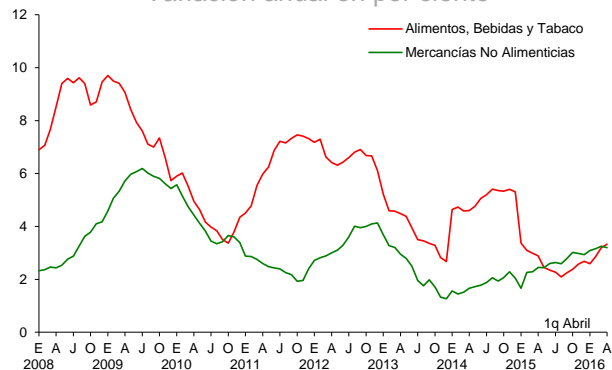
**Gráfica 21**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

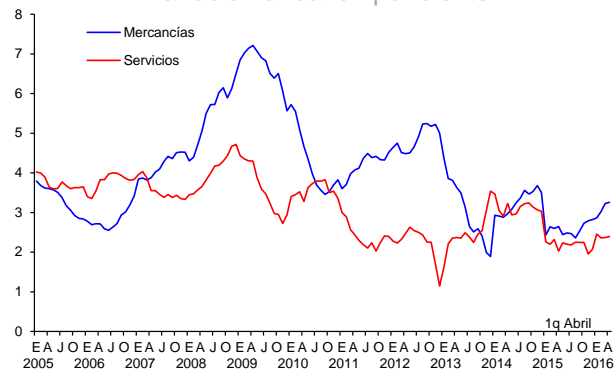
Este comportamiento de la inflación subyacente se explica por la evolución de los precios de las mercancías, como consecuencia del ajuste en su precio relativo respecto de los servicios, en alguna medida derivado de la depreciación cambiaria que se registró desde finales de 2014. Por su parte, como reflejo de la holgura presente en la economía, la tasa de crecimiento anual del subíndice precios de los servicios se mantiene en niveles relativamente reducidos (Gráfica 22 y Gráfica 23).

**Gráfica 22**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

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

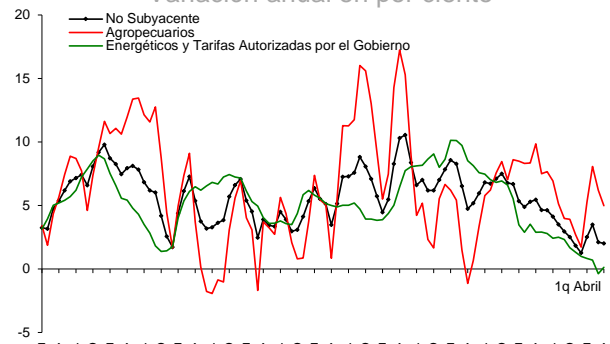


Entre febrero y la primera quincena de abril, el componente no subyacente desaceleró su tasa de crecimiento anual, pasando de 3.49 a 2.01 por ciento. Lo anterior fue consecuencia de la disminución en los precios de algunas hortalizas, al comenzar a normalizarse sus condiciones de oferta, luego de los aumentos de precio que registraron a inicios del año. Al mismo tiempo, las variaciones anuales del rubro de energéticos presentaron valores todavía más negativos, como resultado, principalmente, de las reducciones en los precios de las gasolinas (Gráfica 24 y Cuadro 1).

Luego del incremento que 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 registró en el mes de febrero del año en curso,

esta disminuyó a 3.2 por ciento en la encuesta de abril. Por su parte, la mediana de aquellas correspondientes al cierre de 2017 y la relacionada a las expectativas de horizontes de más largo plazo se mantuvieron sin cambios importantes alrededor de 3.3 por ciento entre las referidas encuestas. De igual forma, las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) permanecieron estables alrededor de 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario continúa en niveles negativos. Así, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se ubica en niveles mínimos históricos.

**Gráfica 24**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Se anticipa que en los siguientes meses de 2016, la inflación general anual se sitúe en niveles inferiores a 3 por ciento, si bien se prevé que hacia los últimos meses del año supere transitoriamente dicho nivel. En todo caso, es previsible que el promedio anual se ubique prácticamente en 3 por ciento. Esta trayectoria es producto de una serie de factores, entre los cuales destaca la actualización de la fórmula empleada por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para la determinación de los precios máximos de las gasolinas y la evolución esperada de las referencias internacionales de este energético. En lo que se refiere a la inflación subyacente, se espera que aumente de manera gradual para finalizar 2016 cerca de 3 por ciento. Para 2017, se prevé que la inflación general se mantenga alrededor de la meta permanente de inflación, al igual que la subyacente.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que se encuentran los siguientes. Al alza, que tuviera lugar un deterioro en el entorno internacional que generara una depreciación desordenada del tipo de cambio, y que, por tanto, esta pudiera incidir en mayor grado sobre la inflación general. En este mismo sentido, no es posible descartar incrementos en los precios de productos agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación

sería transitorio. A la baja, que continúen las disminuciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado, como los servicios de telecomunicación y los energéticos, derivado de las reformas estructurales. De igual forma, que la actividad económica nacional y global presente un dinamismo menor al previsto, lo que postergaría 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	Febrero 2016	1q Abril 2016
<b>INPC</b>	<b>2.13</b>	<b>2.87</b>	<b>2.60</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.41</b>	<b>2.66</b>	<b>2.79</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2.82</b>	<b>3.02</b>	<b>3.26</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	2.86	3.33
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.16	3.19
<b>Servicios</b>	<b>2.07</b>	<b>2.36</b>	<b>2.40</b>
Vivienda	2.01	2.10	2.16
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.17	4.12
Otros Servicios	1.46	2.08	2.12
<b>No Subyacente</b>	<b>1.28</b>	<b>3.49</b>	<b>2.01</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>1.72</b>	<b>8.08</b>	<b>5.00</b>
Frutas y Verduras	5.62	27.28	17.80
Pecuarios	-0.46	-1.49	-1.49
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>1.00</b>	<b>0.71</b>	<b>0.14</b>
Energéticos	0.06	-0.65	-1.11
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	3.28	2.45

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 destacó que las perspectivas de crecimiento de la economía global continuaron revisándose a la baja y que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se deterioró respecto de la decisión anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que cifras preliminares indican que el crecimiento económico en México durante el primer trimestre de 2016 fue superior al del trimestre previo. Mencionó que esta expansión estuvo sustentada en el dinamismo del consumo, toda vez que la demanda externa mostró un comportamiento desfavorable y la inversión fija bruta mantuvo un débil desempeño. En este contexto, sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien diversos indicadores sugieren que dicha holgura está disminuyendo gradualmente. La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambio respecto de la decisión anterior de política monetaria. También subrayó que las condiciones inflacionarias de la economía siguen siendo favorables y destacó que la inflación continúa ubicándose claramente por debajo de la meta. Además, la mayoría anticipa que la inflación general se mantenga en los siguientes meses en niveles inferiores a 3 por ciento, aunque en los últimos meses del año se espera que supere transitoriamente dicha cifra. No obstante, considera que es previsible que el promedio anual se ubique prácticamente en 3 por ciento. La mayoría de los integrantes estima que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria permanece sin cambios respecto a la decisión anterior.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno consideraron que la actividad económica mundial continúa mostrando debilidad. Al respecto, un miembro apuntó que las tasas de crecimiento de la economía global han sido las más bajas desde la crisis financiera internacional, mientras que otro mencionó que ha habido una importante desaceleración de la productividad, sobre todo en los países desarrollados. La mayoría de los integrantes destacó que la recuperación de la mayoría de las economías avanzadas y de algunas de las principales emergentes ha sido menor a la

anticipada, y que el comercio mundial siguió estancado. A la vez, recalcó que las expectativas de crecimiento global han continuado revisándose a la baja, si bien un miembro indicó que se espera cierto fortalecimiento de la actividad mundial a lo largo del año. Por su parte, la mayoría concordó en que a pesar de que los precios de las materias primas han mostrado una recuperación, no se perciben presiones inflacionarias a nivel global. Así, la mayoría de los miembros coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se deterioró con respecto a la decisión anterior.

Profundizando en las causas detrás del bajo crecimiento mundial, un miembro comentó que parecería que la economía global se encuentra en un equilibrio de bajo crecimiento. Señaló que, si bien se han mencionado diversos factores que han influido en esto, tales como el exceso de endeudamiento en algunas economías, la caída en los precios de las materias primas, la desaceleración del comercio internacional y la posibilidad de que exista un exceso de capacidad en la producción de materias primas y manufacturas, subrayó la existencia de dos explicaciones estructurales que podrían ayudar a entender de una manera más precisa esta situación. La primera, que se ha llamado la hipótesis del estancamiento secular, hace referencia a una falta de demanda asociada a una caída en la propensión a invertir y a un alza en la propensión a ahorrar en la economía global. Destacó que la reducción en la propensión a invertir podría explicarse por factores como la disminución en la tasa de crecimiento de la población, la desaceleración de la productividad, la caída en los precios de los bienes de capital y el agotamiento de los beneficios de masificar la educación de la población. Puntualizó que el aumento en la propensión a ahorrar estaría fundamentado en la creciente desigualdad del ingreso, la acumulación de reservas internacionales, el proceso de desendeudamiento de algunas economías y la preparación para su retiro de algunas generaciones en las economías avanzadas, en un contexto en el que las poblaciones de estas están envejeciendo. En este entorno, señaló que la evidencia empírica muestra que se han registrado importantes reducciones en las tasas de interés durante las últimas dos décadas en las economías avanzadas y, más recientemente, en las emergentes. Lo anterior sugiere que la tasa de interés real de equilibrio ha mostrado una reducción e, incluso, destacó que diversos estudios académicos sugieren que dicha tasa podría ser negativa. En contraste, la segunda explicación al fenómeno de bajo crecimiento mundial hace

referencia a factores de oferta, como un menor crecimiento potencial de la economía global y, sobre todo, de las economías avanzadas, asociado a una menor expansión de la productividad. En este contexto, explicó que es muy complicado separar los factores de demanda de los de oferta y, por ende, identificar cuál de estas hipótesis es la más relevante. No obstante, señaló que el hecho de que la información extraída de instrumentos de mercado muestre que para los siguientes años se anticipen tasas de inflación y tasas de interés reales extremadamente reducidas, parecería apoyar la hipótesis del estancamiento secular. Añadió que esta situación compromete la efectividad de la política monetaria, principalmente en las economías avanzadas, dado el límite inferior de cero para la tasa de política. Al mismo tiempo, apuntó que si bien existen incentivos importantes para promover el crecimiento tanto en economías avanzadas, como emergentes, diversos países avanzados que tienen el espacio, enfrentan restricciones para implementar políticas fiscales estimulativas, lo que ha conducido a un uso más intenso de la política monetaria para estimular el crecimiento, a pesar de las limitaciones que esta enfrenta. Algunos miembros señalaron que en este contexto, se ha generalizado la implementación de políticas monetarias no convencionales, como lo son las tasas de interés negativas y las expansiones de las hojas de balance de los bancos centrales. Mencionaron que lo anterior, junto con factores como una mayor regulación financiera y problemas de agencia en los fondos de inversión, ha conducido a un incremento en los riesgos para la estabilidad financiera, así como a una mayor volatilidad de los flujos de capitales y de los tipos de cambio. Un miembro añadió que estos episodios de volatilidad pueden verse exacerbados por factores coyunturales como la incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria en Estados Unidos o las variaciones en el precio del petróleo.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que en Estados Unidos el crecimiento de la actividad económica se debilitó durante el primer trimestre, ubicándose por debajo de lo esperado y de lo que se había observado en el trimestre previo. Uno de ellos puntualizó que esta fue la tercera desaceleración consecutiva y que representa el crecimiento más bajo que esta economía ha registrado en los dos últimos años. La mayoría agregó que se ha observado una notoria moderación del crecimiento del consumo, a pesar de la fortaleza del empleo y de los elevados niveles de confianza del consumidor. Además notó que tanto la inversión en equipo y en estructuras, como

las exportaciones netas, se contrajeron, y que la actividad manufacturera continúa estancada, reflejando los efectos rezagados de la apreciación generalizada del dólar y el lento crecimiento de la demanda externa. Por su parte, un integrante indicó que se anticipa un fortalecimiento de esta economía impulsado principalmente por la recuperación del consumo, sustentada a su vez en una vigorosa expansión del empleo. Añadió que el efecto favorable de la recuperación de los precios del petróleo, la expansión de la inversión no residencial y un menor efecto adverso debido a la corrección del componente de inventarios también contribuirán a elevar el crecimiento en Estados Unidos. Asimismo, indicó que se espera cierta mejora de la producción industrial inducida, entre otros factores, por un menor impacto negativo de la apreciación del dólar en las exportaciones. La mayoría de los integrantes recalcó que el reciente aumento en la inflación parece explicarse por factores transitorios, sin que se hayan presentado presiones por el lado de los salarios. En este sentido, un integrante aseveró que las cifras de inflación siguen mostrando información mixta. Por un lado, algunos indicadores de tendencia parecerían mostrar cierta estabilidad en niveles cercanos a la meta y, por otro, tanto las medidas amplias de inflación, como las expectativas de largo plazo, permanecen en niveles bajos.

La mayoría indicó que en su decisión de abril, la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio, señalando que continuará dándole un seguimiento puntual a las condiciones económicas y financieras internacionales que pudieran afectar el cumplimiento de su mandato dual. Agregó que se anticipa una trayectoria más gradual de incrementos futuros de la tasa de fondos federales. Algunos recalcaron que, ante la difícil lectura de la situación actual de la economía estadounidense, persisten marcadas diferencias entre las proyecciones de los analistas y aquellas derivadas de instrumentos de mercado sobre la fecha del siguiente ajuste de la tasa de fondos federales, lo que podría propiciar sorpresas y nuevos brotes de volatilidad.

En lo referente a otras economías avanzadas, la mayoría mencionó que sigue observándose una recuperación económica modesta, sin un repunte de la inflación, a pesar de las políticas monetarias extremadamente laxas implementadas por sus bancos centrales. Un miembro añadió que las expectativas de inflación continuaron generalmente por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Adicionalmente, otro indicó que en la zona del euro se anticipa una moderada expansión durante el

resto de este año, aunque con riesgos a la baja, apoyada principalmente en un mayor dinamismo de la demanda interna. Resaltó que la inflación disminuyó en abril y que registró cifras negativas por segunda ocasión en el año, debido en parte al comportamiento de los precios de los energéticos, y enfatizó que persiste el riesgo de bajas tasas de inflación por un periodo incluso más prolongado al previamente anticipado. En lo referente a Japón, este miembro señaló que el PIB podría haber mostrado una contracción moderada en el primer trimestre del año y puntualizó que se espera una caída adicional en el segundo trimestre, como resultado de los terremotos de hace unas semanas, e indicó que las expectativas de crecimiento para 2016 y 2017 se han ajustado a la baja. Añadió que en ese país los precios continúan registrando un comportamiento desfavorable. Asimismo, apuntó que en el Reino Unido, la tasa de crecimiento del producto se desaceleró en el primer trimestre de 2016, en un contexto de bajas tasas de inflación y presiones salariales contenidas. Finalmente, sostuvo que la incertidumbre en torno a la salida de esta economía de la Unión Europea parece estar afectando su actividad económica.

En este entorno, la mayoría de los integrantes precisó que la política monetaria acomodaticia implementada por algunos bancos centrales de países avanzados parece estar teniendo una efectividad cada vez menor para apoyar la recuperación económica. Algunos miembros señalaron que elevadas proporciones de deuda gubernamental están siendo cotizadas en tasas de interés negativas. Uno de ellos puntualizó que lo anterior ha sido propiciado por las bajas tasas de interés de referencia y las crecientes compras de activos por parte de los bancos centrales. A su vez, un miembro añadió que las diferencias en la posición dentro del ciclo económico en el que se ubican los países avanzados han llevado a una divergencia en sus políticas monetarias. La mayoría mencionó que la fecha esperada para el primer incremento de la tasa de referencia del Banco de Inglaterra se ha retrasado y que no se descarta la posibilidad de medidas adicionales de estímulo monetario en Japón y la zona del euro.

En relación a las economías emergentes, la mayoría destacó el caso de China, en donde se ha interrumpido la desaceleración y se ha observado una reciente mejora en algunos indicadores de actividad productiva. Un miembro notó que se han atenuado los temores sobre el riesgo de una desaceleración drástica en esta economía. Sin embargo, la mayoría enfatizó que esto puede

atribuirse al mayor estímulo monetario y fiscal, por lo que existe incertidumbre sobre la sostenibilidad de esta mejoría. En particular, algunos miembros agregaron que el relajamiento de las condiciones crediticias ha incrementado los niveles de endeudamiento en la economía china, aumentando las preocupaciones en torno a la estabilidad financiera de este país. Por otro lado, la mayoría subrayó que América Latina ha tenido un desempeño más débil que otras regiones. Un integrante argumentó que el ritmo de expansión de las economías emergentes en su conjunto parece haberse estabilizado en niveles modestos durante los primeros meses de 2016, y que este año se prevé un crecimiento similar al observado en 2015. Algunos miembros advirtieron que este escenario continúa sujeto a riesgos a la baja, destacando el resurgimiento de episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales. Asimismo, uno de ellos recordó que algunos de los principales países emergentes siguen enfrentando dificultades importantes de orden interno.

Respecto a los mercados financieros internacionales, la mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno mencionó que su volatilidad ha disminuido en las últimas semanas, si bien uno de ellos advirtió que esta permanece en niveles superiores a los que prevalecían a mediados de 2014, fecha en la que inició el deterioro de varios aspectos de la economía internacional. La mayoría destacó que el comportamiento favorable que recientemente han mostrado los mercados ha sido resultado del aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas, de la perspectiva de un ajuste más gradual de la política monetaria de Estados Unidos y de la expectativa de una desaceleración más ordenada de la economía china. En este entorno, un integrante comentó que se ha observado una apreciación de diversas monedas frente al dólar, incluyendo el euro y el yen, así como un aumento en los precios de los activos que continuaron mostrando una elevada correlación con la cotización del crudo. Agregó que en Estados Unidos se redujeron las tasas de interés de mercado y se observó un mayor apetito por riesgo reflejado en menores diferenciales de las tasas de interés de los bonos de alto rendimiento. Además señaló que en los mercados emergentes disminuyó la percepción de riesgo crediticio soberano medido con los diferenciales de los CDS. No obstante, la mayoría advirtió que hacia adelante no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad financiera internacional. En particular, mencionó que aunque los precios del petróleo han continuado mostrando una recuperación, el mercado mundial

de esta materia prima ha registrado un cambio estructural que se refleja en la actualidad en un desbalance entre oferta y demanda. Adicionalmente notó que persiste la posibilidad de una descompresión desordenada de primas por plazo en los mercados financieros internacionales ante la normalización esperada de la política monetaria en Estados Unidos. Agregó que la política monetaria acomodaticia implementada por algunos bancos centrales de países avanzados podría estar provocando riesgos significativos para la estabilidad del sistema financiero internacional. En este sentido, un miembro advirtió que la posible apreciación de algunos activos y el deterioro de la situación de los intermediarios financieros también podrían afectar el sistema financiero mundial. Finalmente, algunos integrantes destacaron que la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea, el proceso electoral de Estados Unidos, nuevas preocupaciones sobre la salud económica de China o conflictos geopolíticos, también podrían desatar futuros episodios de elevada volatilidad.

La mayoría de los miembros consideró que, con base en cifras preliminares, el crecimiento económico en México correspondiente al primer trimestre de 2016 fue superior al del trimestre previo, y coincidió en que dicha expansión estuvo sustentada en el dinamismo del consumo. Uno de ellos atribuyó este comportamiento a un mayor nivel de empleo formal, a la recuperación de la masa salarial y a un aumento del crédito. En contraste, la mayoría observó un comportamiento desfavorable de la demanda externa, así como un débil desempeño de la inversión fija bruta. En particular, algunos destacaron la contracción de las exportaciones manufactureras inducida por la menor demanda proveniente de Estados Unidos. Por el lado de la producción, la mayoría señaló la evolución favorable en el sector servicios, a diferencia del escaso dinamismo de la actividad industrial. Un miembro destacó que, con base en la información oportuna, los tres sectores de la economía, sobre todo el secundario, registraron aumentos, a pesar de una caída en la producción minera y del menor dinamismo de las exportaciones manufactureras.

En este contexto, la mayoría de los miembros indicó que prevalecen condiciones de holgura en la economía mexicana y en el mercado laboral, si bien diversos indicadores sugieren que dicha holgura parecería estar disminuyendo gradualmente. Algunos integrantes coincidieron en que se espera que la brecha del producto continúe siendo negativa más allá del cierre de este año. Por otra parte, uno

de los miembros apuntó que es de esperarse que la economía continúe mostrando una recuperación gradual en los próximos meses, considerando, sin embargo, poco probable que se mantenga el ritmo de actividad económica estimado para el periodo enero-marzo.

En relación con el balance de riesgos para el crecimiento, la mayoría consideró que este se mantuvo sin cambio respecto de la anterior decisión de política monetaria, mientras que algunos miembros opinaron que este balance se encuentra a la baja. Entre los riesgos a la baja, la mayoría destacó aquellos relacionados con una mayor desaceleración de la demanda externa. Algunos enfatizaron la posibilidad de una evolución menos favorable de la producción industrial de Estados Unidos, así como la de menores precios y/o producción de petróleo en México. Uno de ellos destacó que algunos de estos riesgos parecerían estar materializándose. Asimismo, algunos integrantes de la Junta añadieron la elevada probabilidad de que la construcción no mantenga el ritmo de expansión que registró en el primer bimestre. Por otra parte, algunos consideraron que existen riesgos a la baja para el crecimiento relacionados con un nuevo episodio de inestabilidad financiera, a lo que uno de ellos agregó los todavía bajos niveles de confianza de las empresas y las familias, así como indicios de cierta desaceleración en el consumo del sector privado. Finalmente, otro integrante señaló como riesgo al alza para el crecimiento la posibilidad de que se observe un efecto más contundente de las reformas estructurales sobre la economía.

La mayoría de los miembros destacó que las condiciones inflacionarias de la economía siguen siendo favorables. Uno agregó que incluso se encuentran mejor de lo que esperaban los distintos pronósticos, a pesar de que se sigue enfrentando un entorno bastante complicado. Algunos integrantes señalaron que en marzo, la inflación general anual se ubicó por debajo de la meta de 3 por ciento. Uno de ellos subrayó que esto se observó por décimo primer mes consecutivo. Además, la mayoría reconoció que la inflación se ubicó en 2.60 por ciento en la primera quincena de abril del año en curso. Uno de ellos mencionó que el comportamiento observado durante la primera quincena de abril sugiere un resultado similar para ese mes. Algunos indicaron que al desempeño favorable de la inflación ha contribuido significativamente la disminución del crecimiento de los precios de algunos productos agrícolas observados a principios de este año, entre otros



factores. Por otra parte, la mayoría resaltó que la inflación subyacente mantiene una moderada tendencia al alza, como consecuencia del ajuste en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios, en parte derivado de la depreciación cambiaria que se registró desde finales de 2014. Algunos mencionaron que, no obstante, esta se mantiene por debajo del 3 por ciento. Al respecto, la mayoría destacó que no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. En particular, sostuvo que los precios de los servicios mantienen una tasa de variación anual relativamente reducida. Por su parte, un miembro consideró que el buen comportamiento de la inflación ha respondido, en parte, al manejo de la política monetaria que ha llevado el Banco de México, pero que sin duda hay otros factores que han contribuido a esto. En primer lugar, la brecha negativa del producto ha sido un factor que ha favorecido el comportamiento de la inflación. Adicionalmente, recalcó que un factor muy importante son las reformas estructurales, algunas de las cuales se han reflejado en disminuciones en los precios de las telecomunicaciones y los energéticos, entre otros. En este contexto, puntualizó que es indispensable que continúe la implementación de estas reformas y, en particular, que se insista en el ámbito de competencia económica, pues todavía hay espacio para que algunos precios disminuyan.

La mayoría notó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes de encuestas entre analistas continúan ubicándose en 3.3 por ciento, destacando algunos de los miembros que todavía se encuentran ligeramente por encima de la meta, si bien agregaron que estas descendieron de un nivel de 3.5 por ciento hace unos meses. Adicionalmente, la mayoría coincidió en que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado de largo plazo han convergido a 3 por ciento.

La mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno espera que la inflación general anual se mantenga en los siguientes meses en niveles inferiores a 3 por ciento, aunque en los últimos meses del año se anticipa que supere transitoriamente dicha cifra. En todo caso, señaló que es previsible que el promedio anual se ubique prácticamente en 3 por ciento. Destacó que esta dinámica obedece, principalmente, a la actualización de la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y a la evolución anticipada de las referencias internacionales de este energético. Un

miembro mencionó que esto no pondría en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación ni el anclaje de las expectativas de esta en 3 por ciento. Respecto a la inflación subyacente anual, la mayoría apuntó que sigue anticipándose que esta aumente gradualmente, finalizando 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017 espera que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente.

Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria permanece sin cambios respecto a la decisión anterior. Adicionalmente, algunos consideraron que este balance continúa siendo al alza. Sobre los riesgos en esta dirección, la mayoría alertó que existe la posibilidad de que el entorno internacional presente un deterioro que provoque una depreciación desordenada del tipo de cambio y que esta pueda afectar en mayor grado a la inflación general. Un integrante destacó que este es el principal riesgo para la inflación. Otro apuntó que lo anterior incluso podría aumentar las expectativas de inflación. Asimismo, mencionó que el traspaso de la depreciación cambiaría a la inflación podría provenir de efectos no lineales como los observados históricamente en otras economías ante depreciaciones significativas de sus monedas. Un miembro señaló que además podría observarse un mayor traspaso del tipo de cambio conforme la brecha del producto se vaya cerrando gradualmente. A este respecto, la mayoría comentó el riesgo de que, derivado de la recuperación de la actividad económica, se materialicen presiones de demanda sobre los precios. Sin embargo, algunos coincidieron en que este riesgo parece menos relevante ante la perspectiva de que la brecha del producto se cierre de manera gradual. Como un riesgo adicional, la mayoría indicó que no se pueden descartar aumentos en los precios de productos agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Un miembro agregó que el comportamiento de los precios de productos agropecuarios es generalmente muy volátil y que la experiencia en los últimos años muestra que no afecta el proceso de formación de precios en la economía. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de que continúen las reducciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, como consecuencia de las reformas estructurales. Por su parte, un miembro añadió que esto podría aumentar el crecimiento potencial, lo cual induciría un mayor crecimiento de la economía sin presiones

inflacionarias. Adicionalmente, la mayoría subrayó la posibilidad de que la actividad económica nacional y global tenga un dinamismo menor al esperado, lo que postergaría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

En línea con el desempeño reciente de los mercados financieros internacionales, algunos miembros de la Junta destacaron que los mercados financieros en México han mostrado un comportamiento favorable. En particular, un integrante mencionó que continuaron registrándose entradas de capital de no residentes en bonos gubernamentales, que las tasas de interés, al igual que los diferenciales respecto a los rendimientos de Estados Unidos, disminuyeron moderadamente, y que el peso mostró una tendencia al fortalecimiento, aunque con cierto rezago respecto a las monedas de varias economías emergentes. No obstante, la mayoría señaló que, ante la difícil situación económica y financiera global, se mantiene latente la posibilidad de que surja un episodio de turbulencia financiera que se refleje en una nueva depreciación del peso. Un integrante enfatizó que el entorno externo se ha caracterizado por la ocurrencia de diversos choques, entre los que destacan la caída en el precio del petróleo, la atonía del crecimiento económico mundial y la excesiva dependencia respecto a las políticas monetarias instrumentadas, en particular, en las economías avanzadas. Lo anterior se ha traducido en episodios de turbulencia en los mercados financieros, impactando las cotizaciones de las divisas, incluyendo al peso mexicano. Sin embargo, aclaró que en este entorno el régimen de tipo de cambio flexible está funcionando conforme a lo esperado, al permitir un ajuste ordenado del tipo de cambio real ante estos choques.

Ante un entorno económico complejo y la posibilidad de nuevos episodios de turbulencia financiera internacional, todos los integrantes resaltaron la importancia de que las autoridades se mantengan vigilantes y continúen reforzando los fundamentos macroeconómicos, lo cual contribuiría a distinguir a México de otros países emergentes, de tal forma que el componente de riesgo soberano en las tasas de interés, al igual que otras primas de riesgo, permanezcan estables en niveles bajos. En este sentido, la mayoría destacó que se requiere de una política fiscal prudente. Uno de ellos argumentó que el fortalecimiento fiscal es impostergable a la luz del aumento en el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público respecto al PIB registrado en años recientes. Al respecto, la mayoría resaltó la importancia de las medidas

anunciadas recientemente para hacer frente a los menores ingresos petroleros. En particular, destacó el ajuste que se anunció el 17 de febrero, las acciones subsecuentes que se han tomado en Pemex, la aplicación del remanente de operación conforme a lo que marca la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, y el ajuste adicional en el gasto público federal que se dio a conocer en los "Pre-Criterios de Política Económica para el 2017". Además argumentó que estas acciones están orientadas a acelerar la transición hacia una tendencia descendente de la razón de la deuda pública a PIB. Otro destacó los resultados favorables en materia fiscal en el primer trimestre del año. Asimismo, algunos alertaron que el reto es asegurar la implementación adecuada de dichas acciones y estar preparados para adoptar medidas adicionales en caso de ser necesario, para alcanzar las metas fiscales. Adicionalmente, un miembro argumentó que también debe analizarse la estructura del gasto público. Con respecto a la situación financiera de Pemex, algunos integrantes afirmaron que, ante las medidas anunciadas, los indicadores de riesgo crediticio de esta empresa se redujeron aproximadamente a la mitad de los niveles observados a principios del cuarto trimestre del año pasado. Uno de ellos añadió que, no obstante lo anterior, se mantiene el peligro de que el riesgo crediticio de Pemex se refleje en un mayor riesgo soberano en caso de que los mercados no perciban una mejoría en su situación financiera independiente del apoyo gubernamental. Enfatizó que este desafío es de particular relevancia considerando que los precios del petróleo podrían mantenerse bajos por un periodo considerable, y que la producción de crudo ha venido cayendo sistemáticamente. Por otra parte, otro miembro sostuvo que también debe prestarse atención al aumento que ha mostrado el déficit de la cuenta corriente, mientras que, en materia de política cambiaria, se debe continuar procurando que los mercados operen con condiciones adecuadas de liquidez. Finalmente, la mayoría concordó que es importante la implementación adecuada de las reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial de la economía. Uno de ellos añadió que también deben continuar los esfuerzos por preservar la estabilidad financiera.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que el Banco de México, al conducir la política monetaria, enfrenta un entorno muy complejo, a lo que uno destacó la importancia de evaluar cuidadosamente la respuesta adecuada de política monetaria y, en particular, que se procure que esta siga contribuyendo al anclaje de las

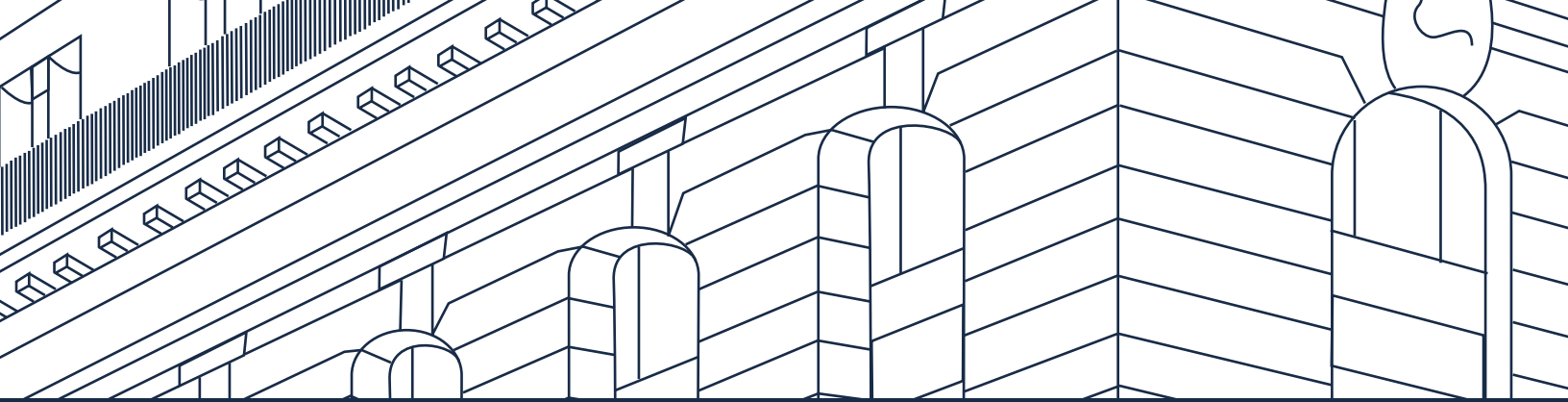
expectativas de inflación. Asimismo, comentó que un incremento de la productividad asociado a la implementación de las reformas estructurales proporcionaría un mayor margen de maniobra en materia monetaria. Otro integrante argumentó que dada la apertura de la economía mexicana, sus estrechos vínculos con la estadounidense y el nerviosismo en los mercados financieros internacionales, no existe por ahora margen para reducir el diferencial de tasas de interés de referencia entre ambos países, ya que podrían generarse movimientos desordenados de capital y riesgos para la inflación y la estabilidad financiera. Mencionó que la expectativa predominante sigue siendo la de incrementos en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal. Algunos miembros sostuvieron que los riesgos para la inflación pueden materializarse independientemente de las acciones de la Reserva Federal, por lo que la política monetaria en México debe estar lista para actuar de manera oportuna y flexible para contrarrestar cualquier obstáculo que ponga en peligro la consolidación de la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento. En este contexto, uno de ellos afirmó que a pesar de la baja inflación en México y la perspectiva de una brecha del producto negativa en el horizonte de influencia de la política monetaria, el curso más probable para la tasa de interés de referencia en los próximos meses es al alza. Explicó que el Banco de México cuenta con espacio para aumentar la tasa de referencia sin afectar significativamente la actividad económica, ya que las condiciones monetarias están relajadas como resultado de la depreciación del peso que se ha observado. Además, añadió que una modificación

oportuna de la política monetaria tendría un impacto favorable sobre las primas de riesgo. Concluyó recordando que el logro de la estabilidad de precios es la mejor contribución que un banco central puede hacer al crecimiento económico. Finalmente, otro añadió que si bien los resultados con respecto al comportamiento de la inflación han sido favorables y el Instituto Central ha cumplido con su mandato, no debe adoptarse una actitud complaciente y, en consecuencia, el Banco de México debe permanecer atento a todos los determinantes de la inflación.

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

Dado que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo es congruente con la meta permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 3.75 por ciento.

Sin embargo, 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. Asimismo, 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 tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 19 de mayo de 2016

