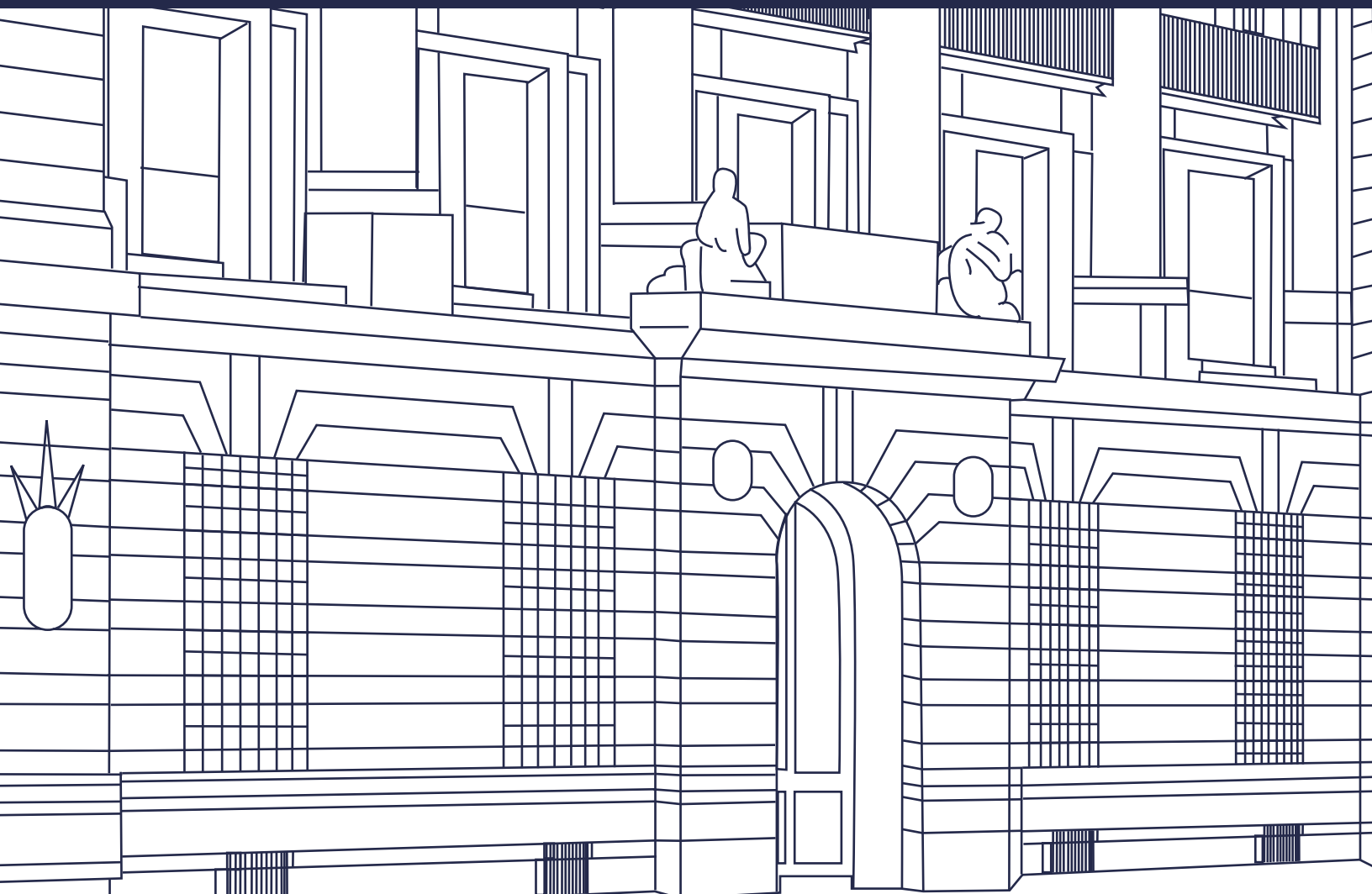




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 52

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 22 de junio de 2017



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 22 de junio de 2017.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, 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.

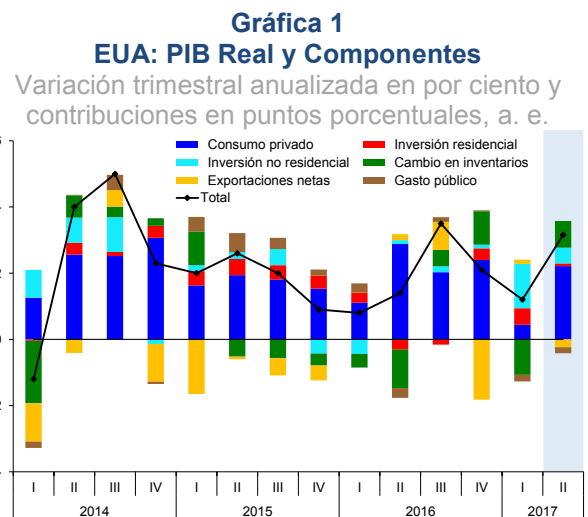
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

La economía mundial siguió recuperándose durante el primer trimestre de 2017. Esta expansión está siendo impulsada por un repunte de la inversión y de la actividad industrial, y se ha venido generalizando entre países. A su vez, indicadores prospectivos sugieren que esta tendencia de crecimiento a nivel global podría persistir. En este entorno, se espera que continúe el proceso gradual de normalización de la política monetaria en algunos de los bancos centrales de países avanzados. No obstante, este escenario de crecimiento enfrenta riesgos a la baja,

incluyendo una elevada incertidumbre sobre el rumbo que tomará la política económica en Estados Unidos, las crecientes tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como la posible implementación de barreras al comercio.

En Estados Unidos, los pronósticos de crecimiento del PIB apuntan a una recuperación durante el segundo trimestre del año, después de la desaceleración observada durante el primero (Gráfica 1). No obstante, estas proyecciones se han venido revisando a la baja luego del surgimiento de evidencia de mayor debilidad de la inversión, tanto residencial como no residencial, y de las exportaciones netas. Por su parte, se espera que el consumo privado repunte, luego de la debilidad observada al inicio del año, ante la continua mejoría del empleo y los elevados niveles de confianza y riqueza de los hogares.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Las cifras del segundo trimestre de 2017 corresponden al pronóstico GDPNow del Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

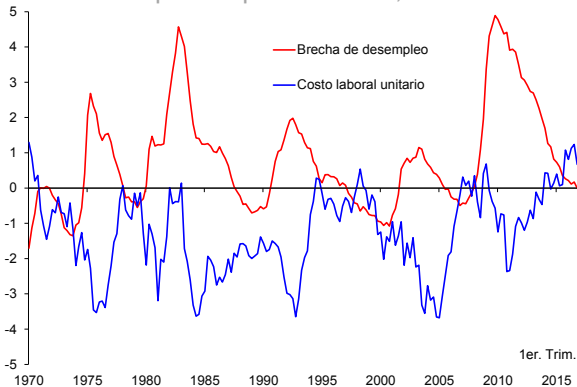
Fuente: BEA y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

Durante el periodo abril-mayo de 2017, la producción industrial de Estados Unidos mostró una tendencia creciente. A su interior destaca el elevado dinamismo de la actividad minera, el cual está asociado primordialmente al incremento en la producción de crudo en dicho país. Además, la producción de electricidad y gas siguió recuperándose, después de la debilidad exhibida a inicios del año ante las condiciones climáticas inusualmente cálidas. Finalmente, la producción manufacturera mantuvo una trayectoria positiva, a pesar del retroceso que se registró en mayo como resultado, en parte, de la caída en la producción de vehículos y autopartes.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó fortaleciéndose en el segundo trimestre del año. Si bien la generación de empleo se ha moderado en los últimos meses, su ritmo de expansión es aún superior a lo que se requiere para absorber el crecimiento natural de la fuerza laboral. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó a 4.3 por ciento en mayo y se ubicó en su nivel más bajo de los últimos 16 años, incluso por debajo de las estimaciones de la tasa natural de desempleo. La menor holgura en el mercado laboral se ha empezado a reflejar, a su vez, en un incipiente aumento en los costos laborales unitarios (Gráfica 2).

Gráfica 2
EUA: Costo Laboral Unitario y Brecha de Desempleo 1/

Tasa anual de la variación bianual en por ciento y puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La brecha de desempleo se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa natural de desempleo estimada por el CBO. Los costos laborales se refieren al crecimiento de las remuneraciones laborales ajustadas por inflación y productividad.

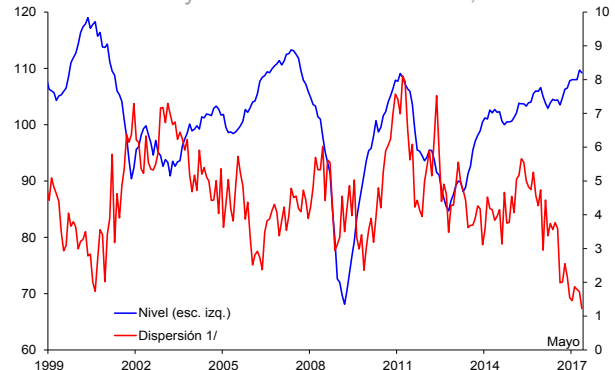
Fuente: Haver Analytics, CBO y BLS.

En la zona del euro, los indicadores oportunos sugieren que la región continuó creciendo a un ritmo sólido a inicios del segundo trimestre del año. Esto motivó una revisión al alza en los pronósticos de crecimiento de la región, al tiempo que los índices de confianza repuntaron de manera generalizada (Gráfica 3). La producción industrial aceleró su ritmo de expansión en abril respecto a lo observado durante el primer trimestre, apoyada por el crecimiento sostenido del sector manufacturero, el cual compensó la debilidad de la producción minera y del sector de electricidad y gas. En este contexto, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, aunque las presiones salariales se mantuvieron moderadas ante el aún elevado nivel de holgura del mercado laboral.

En las economías emergentes, la actividad económica también se ha venido recuperando, aunque de manera heterogénea. En efecto, en lo

que va del segundo trimestre se registró una recuperación en la mayoría de las economías de América Latina, un crecimiento relativamente sólido en Europa Emergente y una desaceleración en algunas economías de Asia. En China, los indicadores de actividad económica apuntan a una desaceleración gradual durante el segundo trimestre, reflejando el impacto de los menores estímulos fiscales y monetarios. Esto último en un contexto donde persisten importantes riesgos financieros, lo que podría traer consecuencias para la estabilidad global.

Gráfica 3
Zona del Euro: Índice de Confianza Económica
Índice y desviaciones estándar, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Desviación estándar del índice de Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Holanda, Austria, y Finlandia.

Fuente: Comisión Europea.

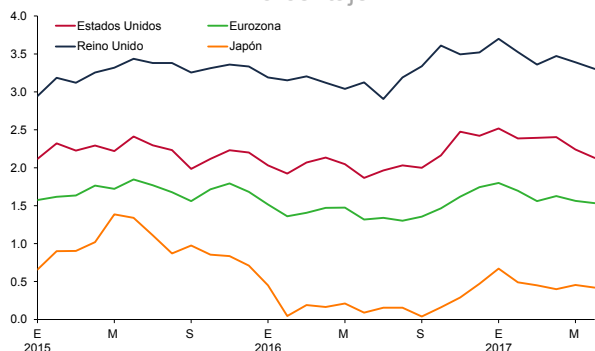
Los precios internacionales de las materias primas continuaron, en general, presentando una disminución en las últimas semanas. Por una parte, los precios del petróleo continuaron cayendo y alcanzaron niveles mínimos en lo que va del año, debido principalmente al lento proceso de desacumulación de inventarios globales ante el incremento en la producción de países como Estados Unidos, Libia y Brasil. Ello, a pesar del anuncio a finales de mayo por parte de países miembros y algunos no miembros de la OPEP de una extensión de los recortes de producción hasta marzo de 2018, y de los severos problemas geopolíticos en el Medio Oriente. Además, los precios de los metales industriales disminuyeron ligeramente ante las dudas sobre la fortaleza de la actividad manufacturera en China y la expectativa de un retraso en la implementación de un programa de infraestructura en Estados Unidos. En contraste, los precios de los granos repuntaron ligeramente a principios de junio, luego de que se revisaran a la baja los pronósticos de oferta de Estados Unidos para el año en curso.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Las presiones inflacionarias a nivel global se han moderado respecto a lo registrado a inicios de 2017 debido, principalmente, al desvanecimiento del impacto de los incrementos observados en los precios de los energéticos durante 2016. Asimismo, las expectativas de inflación implícitas en variables de mercado en las principales economías avanzadas han disminuido en los últimos meses (Gráfica 4).

En este entorno de recuperación de la actividad económica, pero en el cual la inflación se ubica en general en niveles bajos, se mantiene la perspectiva de que continúen las políticas monetarias acomodaticias en los principales bancos centrales, aunque con ciertas divergencias entre países (Gráfica 5).

Gráfica 4
Inflación implícita en los swaps de inflación de cinco años dentro de cinco años de países seleccionados
Porcentaje

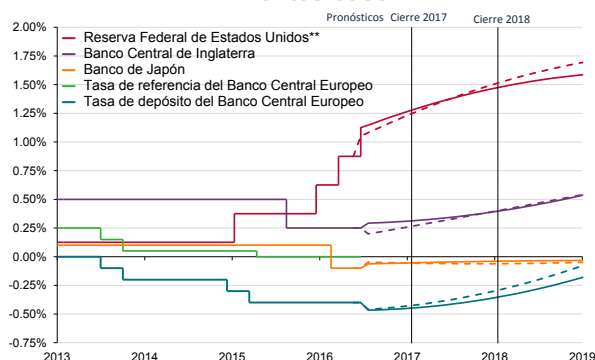


Fuente: Bloomberg.

En su reunión de junio, la Reserva Federal incrementó el rango objetivo de la tasa de fondos federales a un nivel entre 1 y 1.25 por ciento, en línea con lo anticipado. En su comunicado, esa Institución manifestó que la reciente desaceleración de la inflación se debe a factores transitorios y reiteró su expectativa de que esta converja a su objetivo de 2 por ciento en 2018, aunque subrayó que continuará monitoreando con detenimiento su evolución. Si bien no modificó significativamente sus proyecciones de inflación y crecimiento, redujo su estimación para la tasa de desempleo. Además, mantuvo la expectativa de tres alzas en la tasa de referencia tanto en 2017, como en 2018, y reiteró que el retiro del estímulo monetario seguirá a un ritmo gradual. Lo anterior contrasta con las variables de mercado que incorporan un proceso de normalización de la política monetaria aún más gradual. En efecto, los

futuros de fondos federales incorporan por completo el siguiente aumento de 25 puntos base en la tasa de referencia hasta julio de 2018 y que la tasa al cierre de 2019 se ubique entre 1.50 y 1.75 por ciento, la cual se compara con una tasa de casi 3 por ciento esperada por la Reserva Federal. Adicionalmente, esa Institución describió sus planes para iniciar de forma gradual y predecible el proceso de reducción de su balance en los próximos meses, aclarando que la fecha de inicio no se ha predeterminado.

Gráfica 5
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en la curva OIS*
Puntos base



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, la cual actualmente se ubica entre 1.00 y 1.25 por ciento.

Nota: La línea continua representa la trayectoria implícita en la curva de OIS al 19 de junio de 2017 y la puntadea al 15 de mayo de 2017.

En su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios los niveles de sus tasas de interés de referencia. En su comunicado, destacó que los riesgos para el crecimiento se han tornado más balanceados y eliminó la referencia sobre la posibilidad de una reducción adicional en sus tasas de política. Además, elevó su pronóstico de crecimiento y recortó su estimado de inflación, argumentando que esto último se debió principalmente al comportamiento reciente de los precios de los energéticos y a la debilidad esperada de los salarios ante la elevada holgura del mercado laboral. No obstante, el BCE dejó abierta la posibilidad de extender su programa de compra de bonos en caso de ser necesario.

El Banco de Inglaterra también mantuvo sin cambio su postura monetaria en su reunión de junio. Sin embargo, dicha decisión fue tomada por medio de una votación dividida en la que tres de los ocho miembros del Comité de Política Monetaria se manifestaron a favor de un alza. La decisión resultó

sorpresiva, toda vez que la inflación permaneció por encima de lo proyectado en su informe de inflación de mayo, si bien el crecimiento de la economía y de los salarios se ha debilitado desde que se dio a conocer dicho informe. En este sentido, el banco central reiteró que su postura monetaria continuará dependiendo del balance entre una inflación mayor a su objetivo y el nivel de holgura de su economía. Por lo pronto, la mayoría de los analistas, así como la información implícita en variables de mercado, anticipan que el Banco de Inglaterra no modifique su postura en los siguientes meses.

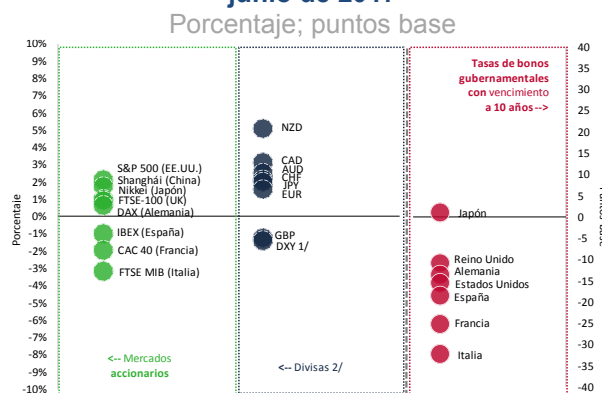
El Banco de Japón, en su reunión de junio, mantuvo sin cambio el monto de su programa de compra de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimiento. Esta institución destacó la mayor solidez del consumo privado y reiteró su expectativa de que la inflación converja a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo.

En las economías emergentes, la inflación ha seguido moderándose ante la caída en los precios de la energía, en un contexto en el que aún prevalece una elevada holgura en la mayoría de los países. Así, a pesar de que el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos continúa, la mayoría de los bancos centrales mantuvieron sin cambio su postura monetaria y algunos, como Brasil, Rusia y Colombia, incluso redujeron sus tasas de interés de referencia.

En un entorno de baja volatilidad y ante la expectativa de que las condiciones monetarias a nivel global permanezcan relajadas durante un periodo más prolongado, en los mercados financieros internacionales se observó una caída generalizada en las tasas de interés de los bonos gubernamentales, particularmente en aquellos con mayor vencimiento, provocando un aplanamiento de las curvas de referencia. Además, se registró nuevamente un avance de los principales índices accionarios que, en algunos casos, alcanzaron máximos históricos.

Por otro lado, las crecientes dudas sobre la viabilidad de una reforma fiscal de amplio alcance en Estados Unidos, un dinamismo de la actividad económica menor al esperado y la disminución de la inflación en marzo, abril y mayo en ese país motivaron una depreciación adicional del dólar, el cual acumula en lo que va del año una pérdida de 4.3 por ciento frente a las principales divisas de países desarrollados (Gráfica 6).

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 15 de mayo de 2017 al 19 de junio de 2017



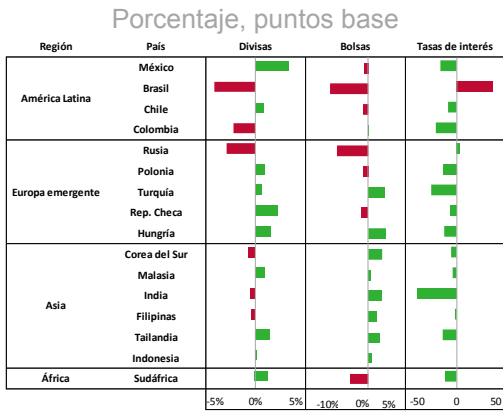
Fuente: Bloomberg.

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%.

2/ Cotización de la divisa correspondiente con respecto al dólar.

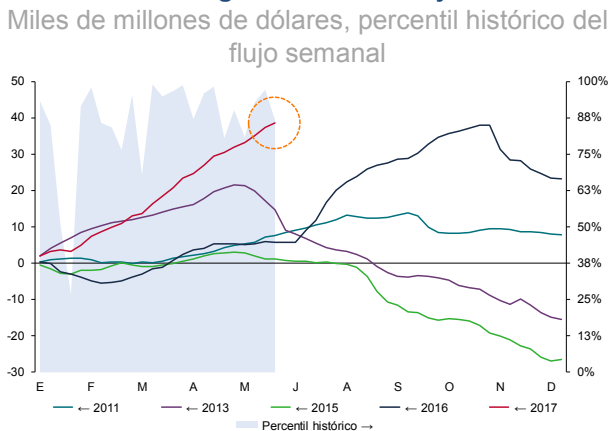
Por su parte, los precios de los activos financieros de los países emergentes presentaron un desempeño positivo, asociado a un ambiente global de búsqueda por rendimiento y, en general, de mayor apetito por riesgo (Gráfica 7). Las mejores perspectivas de crecimiento y un entorno de baja inflación a nivel global, así como las expectativas de procesos graduales de normalización de la política monetaria de los principales países desarrollados, han generado una mayor demanda por activos de mayor riesgo. En este contexto, los flujos de capital hacia este conjunto de países continuaron, a pesar de la reciente volatilidad política en Brasil, los menores precios de los energéticos y las tensiones en el Medio Oriente (Gráfica 8).

Gráfica 7
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados del 15 de mayo
al 19 de junio de 2017



Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de cinco años.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Flujos de fondos dedicados a mercados
emergentes en renta fija



Nota: El área sombreada azul corresponde al percentil de los flujos semanales de 2017, calculado con base en los flujos históricos semanales desde el 2011.
 Fuente: EPFR.

Hacia adelante, además de la incertidumbre en torno a la política pública que habrá de implementar el gobierno de los Estados Unidos, persisten otros factores de riesgo que se han acentuado en las últimas semanas. Por un lado, los riesgos geopolíticos siguen latentes y las consecuencias de la salida de Reino Unido de la Unión Europea aún son inciertas. Por otro lado, persiste la fragilidad de la economía china y su potencial impacto adverso sobre los precios de las materias primas. Además, el acuerdo de recorte en la producción de crudo de

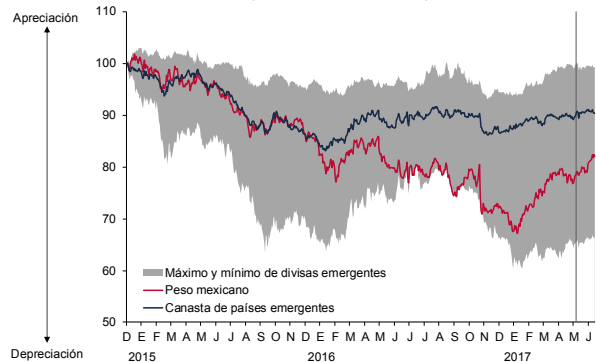
países miembros y no miembros de la OPEP podría ser insuficiente para impulsar los precios del petróleo ante el incremento en la producción en Estados Unidos y otros países. Por último, cada vez es más frecuente que algunos participantes del mercado externen preocupación respecto a las elevadas valuaciones de algunos activos en un contexto de baja volatilidad.

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el peso mexicano presentó una apreciación frente al dólar de 4.15 por ciento, alcanzando un nivel de cotización mínimo de 17.90 pesos por dólar, nivel que no se observaba desde mayo de 2016. De esta forma, en lo que va del 2017 el peso mexicano ha sido la moneda con mejor desempeño del complejo de países emergentes, con una apreciación frente al dólar de 15.4 por ciento (Gráfica 9). Este comportamiento se debe a diversos factores, dentro de los que destacan las acciones de política monetaria del Banco de México, un ambiente externo que favorece la búsqueda por rendimiento, una retórica relativamente más constructiva por parte de las autoridades estadounidenses respecto a la relación con México, el compromiso de las autoridades hacendarias mexicanas con el plan de consolidación fiscal y, en el margen, una mejora en las perspectivas de crecimiento económico de nuestro país.

Gráfica 9
Desempeño del peso mexicano y otras divisas
emergentes
 Índice (31 dic 14=100)



Nota: La canasta de divisas emergentes incluye: real brasileño, peso colombiano, peso chileno, sol peruano, lira turca, won coreano, rand sudafricano, rupia india, zloty polaco, florin húngaro, ringgit malayo, baht tailandés, rupia indonesia, peso filipino. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Bloomberg

En ese contexto, las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron ordenadas y estables durante todo este periodo, incluso en aquellos días en los que la cotización de la moneda nacional experimentó movimientos importantes. Por otro lado, los pronósticos de los analistas y las expectativas implícitas en el mercado respecto al nivel de cotización del tipo de cambio para finales del año siguieron ajustándose a la baja, aunque permanecen por arriba de los niveles de cotización actuales (Gráfica 10).

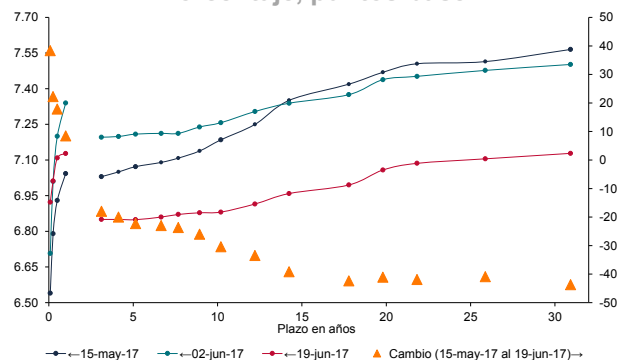
Gráfica 10
Tipo de cambio del peso mexicano y
expectativas de analistas para el cierre de 2017
y 2018
 Pesos por dólar



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

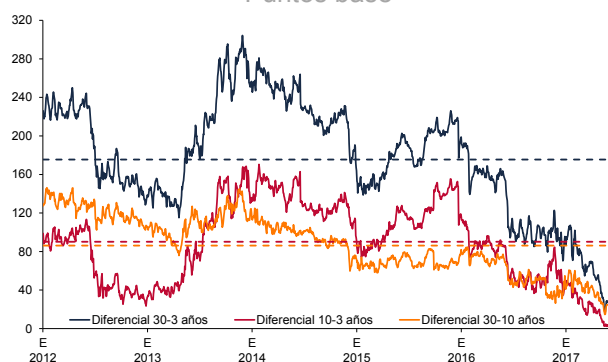
En lo que respecta al mercado de renta fija, la curva de rendimientos de valores gubernamentales continuó aplanándose, con incrementos de hasta 38 puntos base (p.b.) en los instrumentos de corto plazo y reducciones en las tasas de los títulos de mayor vencimiento de hasta 44 p.b. (Gráfica 11). Así, la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el diferencial entre los instrumentos de 30 y 3 años, disminuyó 26 p.b. a niveles de 28 p.b., situación que no se observaba desde septiembre de 2008 (Gráfica 12).

Gráfica 11
Curva de rendimientos de valores
gubernamentales
 Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

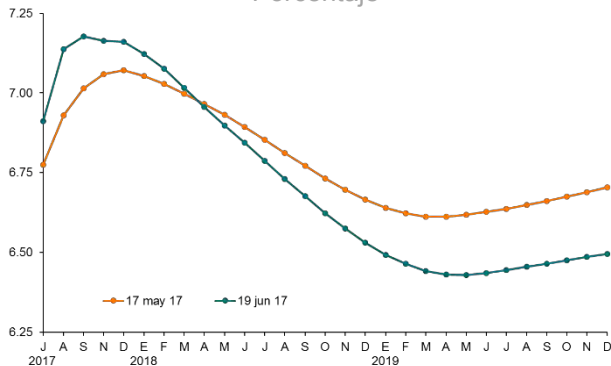
Gráfica 12
Diferenciales de tasas de rendimiento de
valores gubernamentales en México a plazos
seleccionados
 Puntos base



Nota: Las líneas punteadas denotan el promedio desde diciembre 2011.
 Fuente: PIP.

Finalmente, las expectativas implícitas en la estructura de la curva de rendimientos respecto al rumbo de la política monetaria en México incorporan un incremento en la tasa de referencia para la decisión de junio, en línea con lo previsto por el consenso de los analistas. Para el cierre de 2017, las tasas implícitas en los instrumentos de mercado anticipan que la tasa de referencia termine en niveles de 7.00 o 7.25 por ciento (Gráfica 13).

Gráfica 13
Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIEE a 28 días
Porcentaje



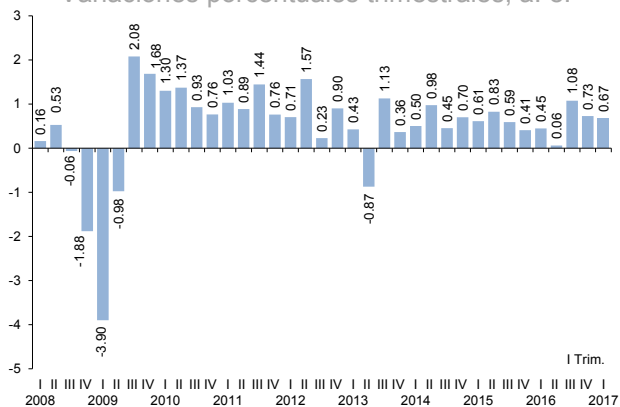
Fuente: Banco de México con datos de PIP.

2.2.2. Actividad económica

En el primer trimestre de 2017, el PIB de México creció a una tasa similar a la registrada en el último trimestre del año anterior (Gráfica 14). No obstante, hacia finales de ese trimestre e inicios del segundo, la actividad económica mostró indicios de cierta desaceleración. En particular, si bien la demanda externa mantuvo una trayectoria positiva, en abril se observó una disminución. Por su parte, el consumo privado exhibió un menor dinamismo con relación al observado en la segunda mitad de 2016, al tiempo que se acentuó la atonía de la inversión.

Gráfica 14
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



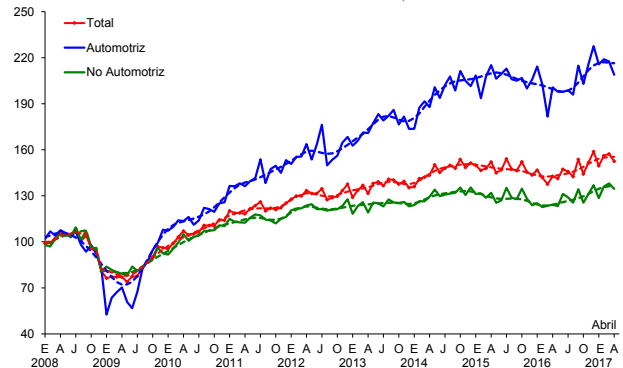
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Con respecto a la demanda externa, si bien las exportaciones manufactureras disminuyeron a principios del segundo trimestre de 2017, estas continuaron recuperándose respecto a la tendencia negativa que mostraron durante 2015 y principios de 2016. Esta evolución es congruente con un tipo de

cambio real más depreciado y el renovado dinamismo de la economía global. La mejoría de las exportaciones mexicanas se observó tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las destinadas al resto del mundo. Asimismo, se apreció una reactivación tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices (Gráfica 15).

Gráfica 15
Exportaciones Manufactureras
Índices 2008 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

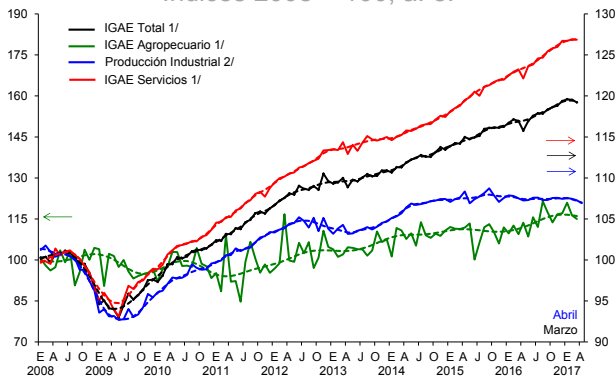
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de Méxic. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la demanda interna, si bien el consumo privado mantuvo una trayectoria positiva durante el primer trimestre de 2017, este mostró una desaceleración con respecto al desempeño que se observó en el segundo semestre de 2016. Además, algunos indicadores oportunos, aunque de menor cobertura, como las ventas de la ANTAD y las ventas de vehículos ligeros, exhibieron un cierto estancamiento en los primeros meses del segundo trimestre. Por su parte, en el periodo enero – marzo de 2017 se profundizó la debilidad que la inversión, siendo notoria incluso una incipiente tendencia negativa. En efecto, se observó una trayectoria descendente en el gasto en construcción, al tiempo que persistió el estancamiento en la inversión en maquinaria y equipo. Esto en buena medida refleja la incertidumbre que persiste con respecto a la relación bilateral entre México y los Estados Unidos.

Con relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, la moderación en el ritmo de expansión económica fue reflejo tanto de una desaceleración en los servicios, como del hecho de que las actividades secundarias mostraron cierta tendencia decreciente (Gráfica 16). Al interior de la actividad industrial, en el periodo enero – abril la construcción acentuó su debilidad, al

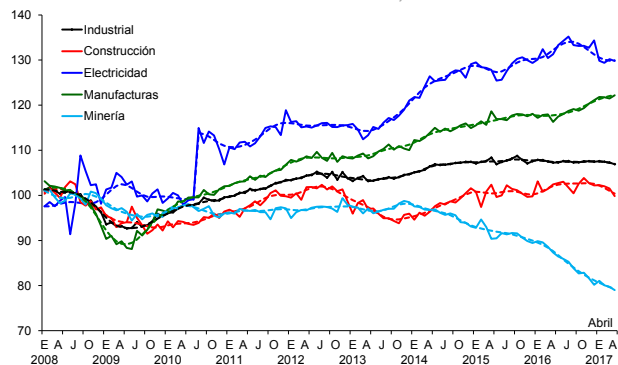
tiempo que la minería siguió contrayéndose. En contraste, la actividad manufacturera continuó presentando una tendencia positiva, con lo cual persiste la recuperación registrada desde mediados de 2016 (Gráfica 17). Con respecto al desempeño de las actividades terciarias, en el primer trimestre de 2017 se atenuó el ritmo de expansión del comercio, de los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos, y de las actividades de transporte e información en medios masivos, si bien los servicios financieros e inmobiliarios siguieron mostrando un elevado dinamismo.

Gráfica 16
Indicadores de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a marzo de 2017.
2/ Cifras a abril de 2017 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 17
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.

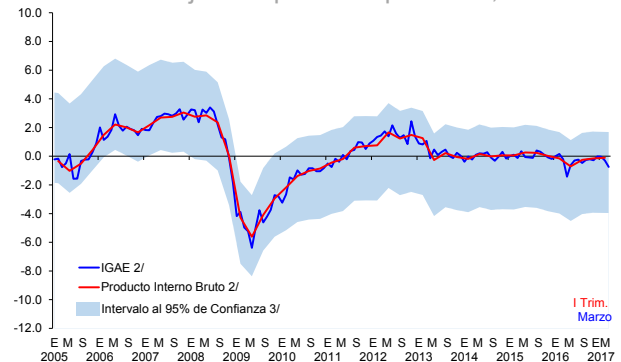


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

2.2.3. Determinantes y Comportamiento de la inflación

Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 18). No obstante, las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechándose, de tal modo que dicho mercado parecería ya no tener holgura, aunque esto no se ha visto reflejado en presiones salariales de consideración.

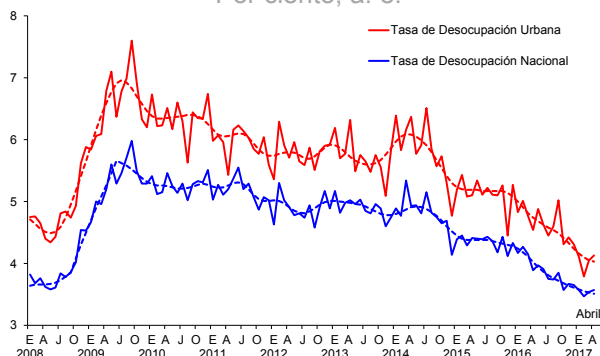
Gráfica 18
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2017; cifras del IGAE a marzo de 2017.
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.

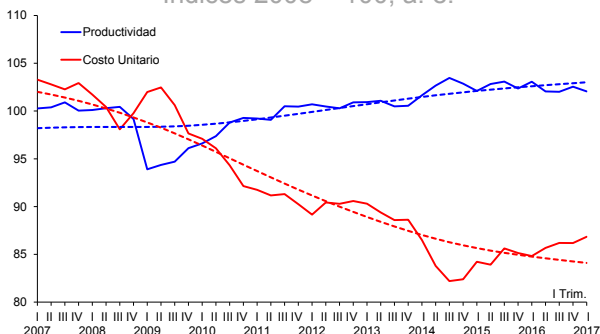
En efecto, a inicios del segundo trimestre de 2017 tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando una tendencia decreciente y se ubicaron en niveles inferiores a los registrados en 2008 (Gráfica 19). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria positiva. Por su parte, en el primer trimestre del año en curso, el comportamiento de las remuneraciones y el de la productividad laboral resultaron en que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto hayan presentado una trayectoria al alza, si bien partiendo de 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.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario y series de tendencia estimados por el Banco de México con cifras del INEGI.

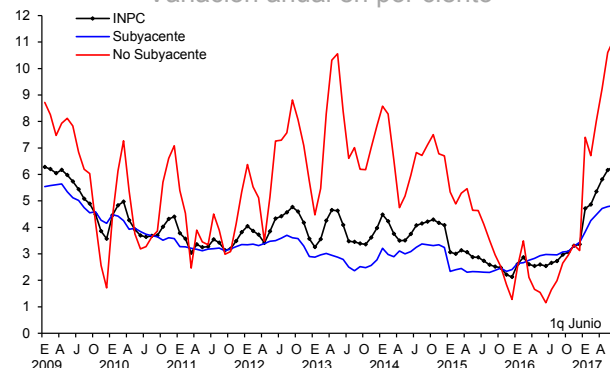
Al inicio de 2017, el financiamiento interno al sector privado desaceleró su ritmo de expansión. Asimismo, en los meses subsecuentes continuó creciendo a un ritmo moderado y estable. Sin embargo, sus componentes han mostrado dinámicas distintas. Por un lado, el financiamiento destinado a las empresas ha registrado mayores tasas de crecimiento en términos reales como resultado del mayor otorgamiento de crédito de la banca comercial. Por el otro, el dirigido a los hogares continuó disminuyendo su ritmo de crecimiento. En este entorno, los costos del financiamiento continuaron aumentando —reflejando los incrementos de la tasa de referencia de la política monetaria—, al tiempo que los índices de morosidad

se mantuvieron bajos y sin cambios significativos. No se aprecian presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de junio de 2017, la inflación general anual continuó aumentando, si bien a un menor ritmo que en periodos previos, al pasar de 5.82 por ciento en abril a 6.30 por ciento en la quincena referida (Gráfica 21 y Cuadro 1). Este comportamiento se debió, en buena medida, a que el componente subyacente moderó su ritmo de expansión, toda vez que el no subyacente exhibió un mayor ritmo de crecimiento.

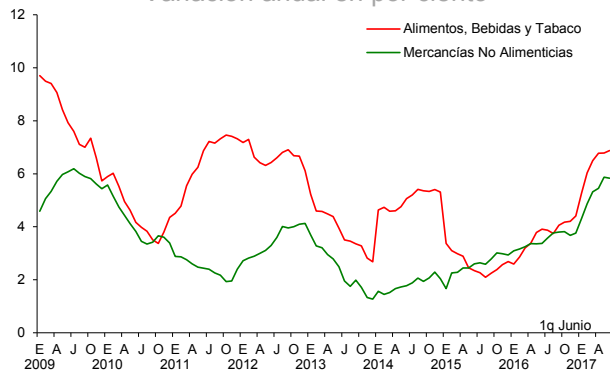
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

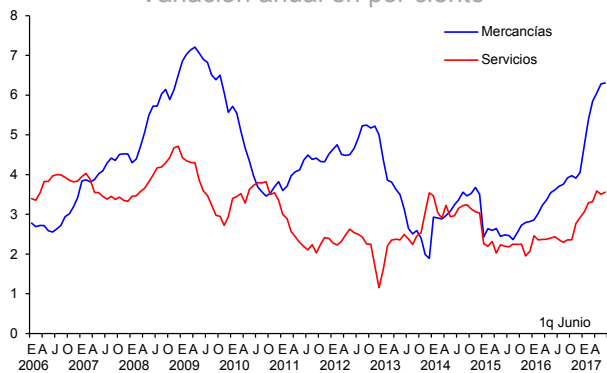
En efecto, si bien la depreciación del tipo de cambio desde mediados de 2014, los efectos indirectos asociados con la liberalización de los precios de los energéticos a partir de enero, así como el incremento del salario mínimo de inicios de año siguieron incidiendo al alza sobre la tasa de variación anual del componente subyacente, su ritmo de crecimiento comenzó a moderarse. Así, la inflación subyacente anual pasó de 4.72 a 4.82 por ciento entre abril y la primera quincena de junio de 2017. Durante este periodo, tanto la tasa de crecimiento anual de los precios de las mercancías alimenticias como la de las no alimenticias se incrementaron, si bien la primera atenuó su ritmo de crecimiento. Por su parte, la variación anual del subíndice de precios de los servicios disminuyó ligeramente, reflejando cierta corrección a la baja de los precios de los servicios turísticos respecto a los niveles que alcanzaron en abril, los cuales estuvieron influidos por el efecto calendario de la Semana Santa (Gráfica 22, Gráfica 23 y Cuadro 1).

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 y Servicios
 Variación anual en por ciento



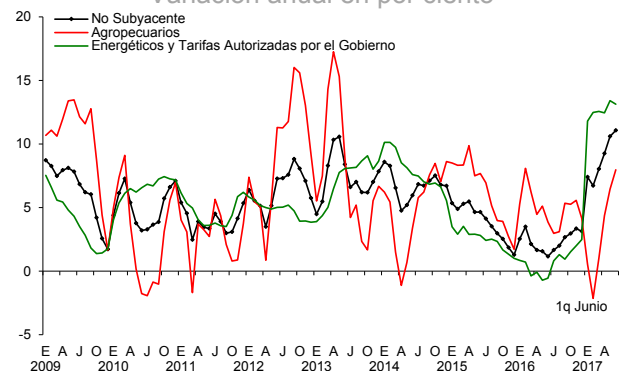
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual aumentó de 9.25 por ciento en abril de 2017 a 11.07 por ciento en la primera quincena de junio (Gráfica 24 y Cuadro 1). Este indicador continuó incrementándose debido a las alzas en las tarifas de transporte público que ocurrieron en varias localidades durante abril, destacando las de la Ciudad de México a finales de ese mes. Los aumentos en los precios de algunos productos agropecuarios también contribuyeron al incremento de la inflación no subyacente en el periodo referido.

Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado continuaron reflejando el procesamiento de un aumento temporal en la inflación. Efectivamente, si bien las expectativas para horizontes de corto plazo se ajustaron nuevamente al alza, aunque en menor magnitud que en meses anteriores, aquellas para plazos mayores permanecieron estables. En particular, entre abril y mayo la mediana

correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2017 aumentó de 5.7 a 5.9 por ciento. Cabe destacar que, en contraste con encuestas pasadas, dicho incremento se debió al aumento de la expectativa implícita del componente no subyacente, que pasó de 8.7 a 9.5 por ciento, toda vez que la expectativa del componente subyacente se mantuvo sin cambios en 4.8 por ciento. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el cierre de 2018 y 2019 continuaron ubicándose por debajo de 4.0 por ciento, en tanto que las de largo plazo permanecieron en niveles cercanos a 3.5 por ciento. Por lo que respecta a 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), estas prácticamente no se modificaron y continuaron ubicándose entre 3 y 4 por ciento. Asimismo, la prima por riesgo inflacionario asociada a ellas mostró un comportamiento similar, luego de haber registrado una disminución importante el mes anterior.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Como resultado del proceso de ajuste de la inflación ante diversos choques, tales como la depreciación de la moneda nacional desde mediados de 2014, la liberalización de los precios de los energéticos en enero de 2017 y el incremento en el salario mínimo, así como los incrementos en los precios de algunas tarifas de autotransporte y de productos agropecuarios que se presentaron más recientemente, se estima que en los próximos meses la inflación general anual alcance su nivel máximo, para después retomar una trayectoria descendente. Así, se espera que en 2017 la inflación general anual se sitúe por arriba de la cota superior del intervalo de variación de este Instituto Central, si bien se prevé que durante los últimos meses de ese año y durante

todo 2018 retome una tendencia convergente hacia el objetivo de 3 por ciento y alcance dicho nivel hacia el último trimestre de ese año. Para la inflación subyacente se espera que en 2017 permanezca también por encima de dicho intervalo, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que a finales de 2017 y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente al objetivo de inflación del Banco de México. Las estimaciones referidas resultan de considerar distintos factores, entre los que destacan el desvanecimiento de los choques mencionados, la importante reversión que ha tenido el tipo de cambio en los últimos meses, cierta ampliación prevista a terreno negativo de la brecha del producto para los siguientes trimestres, y los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015 hasta el momento, cuyos efectos continuarán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación en los próximos trimestres.

Las previsiones anteriores no están exentas de riesgos. Al alza, que ante la simultaneidad y magnitud de los choques que se han observado recientemente se presenten efectos de segundo

orden sobre la inflación, reflejándose en incrementos en las expectativas. Que se presente una reversión en la apreciación que ha tenido la moneda nacional. Que se observen aumentos desproporcionados en los precios de los bienes agropecuarios, si bien el impacto de ello sobre la inflación tendería a ser transitorio. También, considerando que las condiciones del mercado laboral han venido estrechándose, la tendencia al alza de los costos laborales unitarios de la mano de obra podría comenzar a manifestarse en la inflación. A la baja, que se consolide aún más y se profundice la apreciación que ha tenido la moneda nacional en meses recientes. Que, en la medida en que se presenten reducciones en las referencias internacionales de los energéticos, los precios internos de estos también disminuyan. Que las reformas estructurales den lugar a reducciones en diversos precios de la economía. Finalmente, que la actividad económica nacional tenga una desaceleración mayor a la prevista, lo que reduciría aún más la posibilidad de que se presenten presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada y el mercado laboral.

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

Concepto	Diciembre 2016	Abril 2017	1q Junio 2017
INPC	3.36	5.82	6.30
Subyacente	3.44	4.72	4.82
Mercancías	4.05	6.05	6.31
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	6.77	6.87
Mercancías no Alimenticias	3.76	5.45	5.83
Servicios	2.92	3.59	3.56
Vivienda	2.41	2.55	2.56
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.40	4.38
Otros Servicios	3.04	4.44	4.36
No Subyacente	3.13	9.25	11.07
Agropecuarios	4.15	4.36	7.97
Frutas y Verduras	4.31	4.98	12.88
Pecuarios	4.06	3.99	5.19
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.49	12.44	13.12
Energéticos	2.42	15.88	15.63
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.60	6.29	8.83

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 afirmó que la actividad económica mundial continuó expandiéndose en lo que va del año. Señaló que la economía mexicana mostró indicios de una cierta desaceleración hacia finales del primer trimestre de 2017 e inicios del segundo. En este contexto, la mayoría apuntó que no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Todos expresaron que el mercado laboral parecería ya no tener holgura, si bien la mayoría afirmó que esto no se ha visto reflejado en presiones salariales de consideración. La mayoría de los integrantes de la Junta manifestó que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, si bien con cierta mejoría en el margen, debido principalmente a la percepción de que la probabilidad de que se materialicen los riesgos más extremos ha disminuido. Todos mencionaron que la inflación ha continuado con el proceso de ajuste ante diversos choques, tales como la depreciación de la moneda nacional desde mediados de 2014, la liberalización de los precios de los energéticos al inicio de 2017 y el incremento del salario mínimo en enero pasado. Así, la mayoría indicó que la inflación general aumentó, aunque a un menor ritmo que en las quincenas pasadas, alcanzando en la primera de junio un nivel de 6.30 por ciento. Añadió que esto fue resultado principalmente de los incrementos que se han presentado en la inflación no subyacente. Por su parte, destacó que la inflación subyacente moderó su ritmo de crecimiento, al situarse en 4.82 por ciento en la quincena referida. La mayoría prevé que la inflación general anual alcance su nivel máximo en los próximos meses para después retomar una trayectoria descendente. De esta forma, anticipa que si bien en 2017 la inflación se ubique considerablemente por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, durante los últimos meses de este año y todo el próximo retome una tendencia convergente hacia el objetivo de 3.00 por ciento y alcance dicho nivel hacia el cuarto trimestre de 2018. Finalmente, la mayoría coincidió que, dada la actual postura de política monetaria, el balance de riesgos para la inflación es neutral.

La mayoría de los miembros aseveró que la actividad económica mundial continuó expandiéndose en lo que va del año y que esta recuperación ha sido generalizada entre regiones y países. Así, espera que para el resto de 2017 y para

2018 la actividad económica global siga fortaleciéndose. Un miembro añadió que esta perspectiva se basa en buena medida en el dinamismo de la producción industrial, el aumento del gasto global en la inversión y el consecuente efecto favorable sobre los flujos de comercio internacional. No obstante, la mayoría coincidió en que este escenario de crecimiento enfrenta varios riesgos a la baja, y que existe una elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en Estados Unidos. Al respecto, algunos miembros mencionaron que ante las dificultades para lograr el apoyo político interno requerido y los diversos problemas con implicaciones judiciales que ha tenido la nueva administración en Estados Unidos, esta ha enfrentado obstáculos para impulsar su agenda legislativa, por lo cual la expectativa de que se implementarán tanto una agresiva política fiscal expansiva —caracterizada por importantes recortes impositivos y un mayor gasto en infraestructura—, como acciones de desregulación ha venido perdiendo vigor. Algunos comentaron que esto hace menos probable que se materialicen las expectativas de mayor crecimiento y aceleración de la inflación que surgieron a finales del año pasado a nivel mundial. La mayoría agregó como riesgos globales las crecientes tensiones geopolíticas en diversas regiones y la posible implementación de mayores barreras al comercio internacional. Al respecto, especificó que se ha complicado el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, particularmente a la luz de los recientes resultados electorales en ese país. La mayoría de los miembros subrayó la debilidad mostrada por el precio del petróleo a pesar de los severos problemas en el Medio Oriente. Un integrante detalló que los precios de los energéticos se han debilitado por una acumulación de inventarios. Algunos miembros apuntaron que, dado lo anterior y ante la expectativa de que el crecimiento global hacia adelante sea moderado, no se anticipan presiones inflacionarias importantes a nivel global, con lo cual se mantiene la perspectiva de que continúen políticas monetarias acomodaticias en los principales países avanzados.

La mayoría destacó que en Estados Unidos los indicadores oportunos parecen sugerir que en el segundo trimestre ha persistido una recuperación del crecimiento de la actividad económica a un ritmo moderado. Un miembro comentó que la mayoría de los analistas y la propia Reserva Federal prevén que el debilitamiento en la actividad económica de ese país sea transitorio. La mayoría de los integrantes subrayó que el mercado laboral siguió fortaleciéndose. Sin embargo, un miembro apuntó que los salarios no muestran presiones a pesar de

que esa economía se encuentra prácticamente en pleno empleo. La mayoría coincidió en que, si bien la inflación medida a través del deflactor del consumo ha atenuado recientemente su tendencia alcista, se espera que converja al objetivo de la Reserva Federal. En este contexto, destacó que en su decisión de junio dicho banco central incrementó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base, en línea con lo anticipado. Añadió que en su comunicado ese Instituto Central mencionó que el retiro del estímulo monetario seguirá a un ritmo gradual, si bien se mantendrá atento al comportamiento que tenga la economía y, en particular, la inflación en el futuro, mencionando que la menor inflación registrada en los últimos meses se debe a choques transitorios y que se espera que esta se mantenga alrededor de su meta en el mediano plazo. No obstante, algunos advirtieron que han surgido dudas sobre el ritmo de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, ante la disminución recientemente observada en la inflación, el menor vigor al anticipado de algunos indicadores de la actividad económica y el bajo dinamismo de los salarios. En particular, uno notó que en ocasiones anteriores la Reserva Federal ya había atribuido la baja inflación a factores temporales y agregó que a esta economía le ha sido difícil alcanzar de manera sostenida su objetivo de inflación. Otro expresó que los miembros del Comité conservaron sus proyecciones para la actividad económica, la inflación y las tasas de interés prácticamente sin cambio respecto a su publicación previa. Adicionalmente, la mayoría apuntó que ese Instituto Central describió sus planes para iniciar con toda prudencia el proceso de reducción de su balance en los próximos meses si la economía evoluciona conforme a lo esperado. Algunos coincidieron en que lo anterior se hizo con el fin de ir preparando al mercado ante tal situación, y no porque vaya a ser una medida a implementarse en una fecha próxima ya determinada.

Respecto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros indicó que en la Eurozona y Japón se continúa observando una recuperación de la actividad económica, pero que la inflación se ubica en niveles bajos. Uno de los integrantes señaló que en el Reino Unido las presiones inflacionarias han aumentado como resultado de la depreciación de la libra, aunque la actividad económica sigue mostrando dinamismo a pesar de la decisión de abandonar la Unión Europea. No obstante, agregó que se espera una desaceleración en el crecimiento económico del siguiente año. También advirtió que, si bien se anticipa una recuperación más gradual en las economías avanzadas, esta se daría en un entorno en el que algunos de estos países podrían

registrar tasas de crecimiento económico cercanas o incluso mayores a su potencial.

En lo que respecta a las economías emergentes, la mayoría señaló que en ellas la actividad económica también se ha venido recuperando. No obstante, un miembro notó que, si bien el repunte de la actividad proyectado para los próximos años es más marcado para este grupo que para las economías avanzadas, la expansión del PIB de los países emergentes se ubicaría por debajo de su comportamiento histórico. La mayoría apuntó que en gran parte de los casos, la recuperación ha venido acompañada de una inflación bien comportada. Por otro lado, mencionó que en China la información disponible apunta a una desaceleración de la actividad durante el segundo trimestre, en un contexto en el que persisten importantes riesgos financieros. Un miembro agregó como riesgos adicionales para esta economía las vulnerabilidades en sus finanzas públicas, la corrección que está en marcha en los mercados de bienes raíces de algunas de las mayores ciudades, el excesivo endeudamiento del sector corporativo en el sistema financiero paralelo y la persistente salida de capitales.

En relación con los mercados financieros internacionales, algunos integrantes notaron que la mejoría en el entorno internacional ha dado lugar a que en las últimas semanas haya disminuido la percepción de riesgos a nivel global, lo que se ha reflejado en diversos indicadores de mercado, especialmente en los accionarios, tanto en sus niveles, como en su volatilidad. Además, uno de ellos enfatizó que los mercados financieros han asimilado sin mayor sobresalto los detalles del programa de desacumulación de activos por parte de la Reserva Federal, con lo cual se ha reducido la probabilidad de enfrentar ajustes desordenados en la parte larga de la curva de rendimientos. Añadió que los mercados financieros en economías emergentes se han beneficiado de un entorno de menor volatilidad y de búsqueda de rendimiento. Asimismo, destacó que los diferenciales de tasas de interés de corto plazo ajustados por riesgo para diversos países latinoamericanos respecto a los de Estados Unidos, han aumentado en las últimas semanas. Señaló que este resultado se mantiene considerando diversas métricas de riesgo, como el cambiario o el soberano. En este entorno, uno mencionó que se han observado importantes flujos de capital hacia países emergentes. No obstante, algunos miembros advirtieron que prevalecen riesgos para los mercados financieros globales. En particular, un integrante advirtió que, si bien hasta la fecha la normalización de la política monetaria en Estados Unidos ha venido acompañada de un

esfuerzo de comunicación que ha minimizado sus potenciales repercusiones en los mercados financieros, dicho retiro puede dar lugar a efectos adversos. Por su parte, algunos también indicaron que los posibles eventos de naturaleza geopolítica mencionados anteriormente presentan retos adicionales para los mercados financieros internacionales. Uno de ellos agregó que en caso de materializarse alguno o varios de estos riesgos, podría generarse una corrección en los mercados financieros internacionales, advirtiendo que los costos de un evento de esa naturaleza no deben subestimarse, sobre todo tomando en cuenta las elevadas valoraciones que registran actualmente diversos activos.

La mayoría de los miembros indicó que la actividad económica en México mostró indicios de una cierta desaceleración hacia finales del primer trimestre de 2017 e inicios del segundo. Uno de ellos explicó que la moderación del crecimiento podría estar reflejando el efecto de un entorno en el que persisten elementos de incertidumbre, tanto provenientes del exterior, como asociados a diversos factores internos. En cuanto a los componentes de la demanda agregada, la mayoría notó que la demanda externa mantuvo una trayectoria positiva, lo que se reflejó en el impulso de las exportaciones al crecimiento. Respecto a la demanda interna, señaló que el consumo privado exhibió un menor dinamismo al observado a finales de 2016. No obstante, uno detalló que la confianza del consumidor ha mejorado en el margen y que el consumo sigue teniendo apoyo de las remesas, del crecimiento del crédito a las familias y del incremento de la masa salarial. La mayoría coincidió en que se acentuó la atonía que la inversión ha venido presentando, lo que ha respondido en parte a la incertidumbre sobre el futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Uno añadió que la inversión incluso ha mostrado una incipiente tendencia negativa. Algunos asociaron este comportamiento a la magnitud de la contracción en la inversión pública. En este sentido, uno de ellos especificó que una parte importante del ajuste en el gasto público en materia de consolidación fiscal se ha dado precisamente en recortes en los niveles de inversión pública. Por otro lado, uno destacó que también la inversión privada ha mostrado recientemente una trayectoria negativa, en particular la asociada a la construcción. En cuanto al desempeño de las actividades productivas, la mayoría sostuvo que la producción industrial mostró señales de mayor debilidad. No obstante, algunos notaron que la producción manufacturera mantuvo una tendencia positiva impulsada, en gran medida, por las exportaciones. Algunos atribuyeron

el comportamiento de la actividad industrial a la contracción de la producción vinculada al sector petrolero y a una aparente reducción temporal en la generación de electricidad. Algunos apuntaron que también se ha observado un menor crecimiento del sector de servicios. Respecto al mercado laboral, un integrante indicó que el empleo se ha incrementado, mientras que otro resaltó que las tasas de desocupación se encuentran en mínimos históricos y que la tasa de informalidad y la de ocupación en el sector informal han descendido de forma considerable.

En este contexto, un miembro señaló que se prevé que la expansión de la economía mexicana durante el segundo trimestre del año sea inferior a la observada en el primer trimestre. Explicó que es difícil anticipar un repunte significativo del consumo y de la inversión privada en los próximos meses. Ello tomando en cuenta el todavía bajo nivel de confianza de los consumidores y las empresas, la disminución de los salarios reales, la desaceleración del crédito bancario y de las remesas, además de la incertidumbre que existe en torno a la futura relación económica entre México y Estados Unidos, especialmente en materia de comercio exterior. En este sentido, argumentó que es probable que este menor ritmo de crecimiento persista a lo largo de 2017, para fortalecerse dicho crecimiento ligeramente el siguiente año. En este contexto, la mayoría estimó que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, si bien con cierta mejoría en el margen, debido principalmente a la percepción de que la probabilidad de que se materialicen los riesgos más extremos ha disminuido. Entre los riesgos de naturaleza externa, la mayoría destacó los derivados de la mencionada incertidumbre sobre la relación económica entre México y Estados Unidos. Uno añadió que no es de esperarse que dicha incertidumbre se disipe pronto, puntualizando que ello acarrea riesgos para la trayectoria futura de la inversión privada. Entre los riesgos internos, este miembro notó la posible persistencia de las mencionadas condiciones adversas para la expansión del consumo en lo que resta del año.

De esta manera, la mayoría señaló que no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Por lo que respecta al mercado laboral, todos apuntaron que este parecería ya no tener holgura. En particular, un integrante opinó que la lectura del ciclo parece haberse tornado bastante complicada. Argumentó que la tasa de desempleo ajustada por informalidad se sitúa por debajo de la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) correspondiente, y que los costos unitarios

de la mano de obra se han situado durante los últimos trimestres persistentemente por arriba de su tendencia. No obstante, la mayoría opinó que esto no se ha visto reflejado en presiones salariales de consideración, si bien un miembro alertó que es importante dar seguimiento a las revisiones salariales en los diferentes sectores de la economía. Respecto a la cuenta corriente, un integrante reconoció que los ajustes llevados a cabo en las políticas fiscal y monetaria han detenido la tendencia de deterioro de la misma, mientras que en relación con los índices de utilización de la capacidad instalada, los de las manufacturas se encuentran en niveles muy elevados. Adicionalmente, recalcó la incertidumbre que existe en torno a la medición de la brecha del producto, sobre todo dado que se ha ubicado alrededor de cero desde mediados de 2013. Finalmente, mencionó que la disyuntiva entre la inflación y el desempleo, capturada tradicionalmente por la curva de Phillips, parecería haberse alterado significativamente en los últimos años, lo que atribuyó en parte a que la oferta laboral podría estarse tornando muy elástica.

Todos los integrantes señalaron que la inflación ha continuado con un proceso de ajuste ante los diversos choques que la han afectado. La mayoría mencionó que entre estos choques se encuentran la depreciación acumulada de la moneda nacional desde mediados de 2014, la liberalización de los precios de los energéticos al inicio de 2017, así como el incremento del salario mínimo en enero de este año. Añadió que recientemente también se presentaron incrementos en las tarifas de autotransporte y que los precios de algunos productos agropecuarios subieron más de lo anticipado. La mayoría coincidió en que la inflación general aumentó, aunque a un menor ritmo que en las quincenas pasadas, alcanzando en la primera de junio un nivel de 6.30 por ciento. Señaló que esto fue resultado principalmente de los incrementos que se han presentado en la inflación no subyacente y que, por su parte, la inflación subyacente moderó su ritmo de crecimiento, al situarse en 4.82 por ciento en dicha quincena. Un miembro consideró que los indicadores sobre el comportamiento de la inflación presentan un panorama mixto. Así, por ejemplo, mencionó que si bien la variación mensual anualizada de la inflación general ha caído, su media móvil sigue mostrando una tendencia al alza. Adicionalmente, señaló que por un lado la media trunca mensual de la inflación general también ha disminuido, aunque por otro lado, la tasa de crecimiento de la misma registra todavía cifras muy por encima de las que serían congruentes con una tasa anualizada de inflación de 3 por ciento. En este mismo sentido,

otro miembro alertó que la frecuencia y la magnitud de los cambios en los precios son muy elevadas, especificando que la inflación de los servicios cuando se excluyen educación, vivienda y telecomunicaciones, es cercana a 6 por ciento. Detalló que la proporción de genéricos del subíndice de precios de las mercancías cuyo precio está creciendo por arriba del 4 por ciento es de alrededor de 80 por ciento y en el caso del subíndice de servicios es cercana a 40 por ciento. Algunos añadieron que el comportamiento reciente de la inflación parece estarse dando conforme a lo anticipado. Un miembro consideró que el techo de la inflación podría alcanzarse en los próximos meses. En este sentido, mencionó que las variaciones mensuales de la inflación general y subyacente se han normalizado en niveles por debajo del promedio, y que un porcentaje mayor de precios ya no está creciendo por arriba de 4 por ciento. También enfatizó que las frecuencias y magnitudes de los ajustes de precios en diferentes subconjuntos del INPC parecen estar acercándose a niveles normales, lo que es un comportamiento congruente con un cambio de tendencia en la inflación. Adicionalmente, la mayoría destacó que hasta el momento no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Sin embargo, un miembro comentó que la correlación de la inflación de los distintos genéricos del INPC, se está incrementando.

La mayoría sostuvo que, a pesar de que la simultaneidad y magnitud de los choques temporales mencionados han afectado a la inflación y a sus expectativas de corto plazo de manera importante, la política monetaria que ha implementado el Banco de México ha contribuido a que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se hayan mantenido estables. En particular, destacó que las expectativas de inflación continúan reflejando un aumento temporal en la misma, pues mientras que las del cierre de 2017 se ajustaron al alza, aquellas de mediano plazo se mantuvieron por debajo de 4.00 por ciento y las de largo plazo en 3.50 por ciento. No obstante lo anterior, algunos miembros advirtieron que si bien no se han presentado efectos de segundo orden, las expectativas de mediano y largo plazos provenientes de encuestas y derivadas de instrumentos de mercado se encuentran por encima del objetivo de inflación del Banco de México. Enfatizaron que la prima por riesgo inflacionario ha venido mostrando una tendencia al alza por algunos meses. Uno de ellos apuntó que la dispersión de las expectativas de inflación para el cierre de 2018 se ha venido incrementando. Otro agregó que la apreciación del tipo de cambio en las

últimas semanas no ha incidido favorablemente sobre las expectativas de inflación. Por su parte, un miembro argumentó que la estabilización de las expectativas del tipo de cambio eventualmente debería transmitirse a una menor inflación.

La mayoría de los miembros prevé que la inflación general anual alcance su nivel máximo en los próximos meses, para después retomar una trayectoria descendente, y uno añadió que se espera una trayectoria similar para la inflación subyacente. En este sentido, otro miembro enfatizó la evidencia antes mencionada, que sugiere que los techos de las inflaciones tanto general, como subyacente, ya están por alcanzarse en los próximos meses. De esta forma, la mayoría anticipó que si bien en 2017 la inflación se ubique considerablemente por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, durante los últimos meses de este año y todo el próximo retome una tendencia convergente hacia el objetivo de 3.00 por ciento y alcance dicho nivel hacia el cuarto trimestre de 2018. Un integrante también estimó que para los próximos 12 meses, terminando en julio, la inflación se encontrará relativamente cercana a la meta. Al respecto, algunos integrantes agregaron que el descenso de la inflación debería hacerse más evidente desde principios de 2018, en virtud de los efectos aritméticos derivados del incremento de los precios de los energéticos en enero de este año, considerando uno de ellos que bajarán a una velocidad mayor de la que anticipan los analistas que regularmente encuesta el Banco de México. La mayoría destacó que el pronóstico sobre la trayectoria de la inflación antes descrito toma en consideración los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015 hasta el momento y que continuarán incidiendo sobre el comportamiento de la misma durante los siguientes trimestres, además de la importante reversión que ha registrado la cotización de la moneda nacional frente al dólar durante los últimos meses, el desvanecimiento de los choques antes mencionados, y cierta ampliación a terreno negativo prevista para los próximos trimestres de la brecha del producto. Finalmente, uno subrayó que estos pronósticos aún no consideran la última reducción en las expectativas del tipo de cambio reportadas por los analistas.

Dada la actual postura de política monetaria, la mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para la inflación es neutral. En contraste, algunos integrantes opinaron que dicho balance mantiene un sesgo al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría sostuvo que el principal es que ante la simultaneidad y magnitud de los choques descritos,

se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación, reflejándose en incrementos en sus expectativas. La mayoría concordó en que persisten los riesgos de que se dé una reversión en la apreciación que ha registrado la moneda nacional, dada la posibilidad de que ciertos factores tanto internos como externos afecten el tipo de cambio. Sin embargo, un miembro consideró que tomando en cuenta los determinantes de la inflación, difícilmente las condiciones externas vayan a actuar en contra del proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3 por ciento. Respecto al tipo de cambio, otro explicó que a pesar de que la apreciación observada en las últimas semanas atenúa los riesgos para la inflación, no los elimina. Además, advirtió que dada la depreciación acumulada del peso frente al dólar desde septiembre de 2014 a la fecha, todavía puede observarse un traspaso importante a los precios. Asimismo, la mayoría destacó el riesgo de que se observen aumentos en los precios de los bienes agropecuarios, aunque concordó que el impacto de estos últimos sobre la inflación sería transitorio. Un miembro argumentó que la probabilidad de choques para la inflación no subyacente ha disminuido, sobre todo por el comportamiento de los precios de los energéticos y por el ciclo político que está iniciando en México. Finalmente, la mayoría notó que tomando en consideración que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría empezar a reflejarse en la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja, mencionó que la apreciación de la moneda nacional se podría consolidar e inclusive observarse una apreciación adicional, además de que los precios de los energéticos podrían disminuir, en línea con sus referencias internacionales. También expresó que podrían registrarse reducciones en diversos precios de la economía como consecuencia de las reformas estructurales. Comentó que existe la posibilidad de que la actividad económica nacional presente una desaceleración mayor a la anticipada, lo que reduciría aún más la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y el mercado laboral. Un miembro consideró que existe un claro balance desfavorable de riesgos para la inflación. Para este miembro, los principales elementos de dicho balance son: Primero, los elevados niveles que han alcanzado la inflación general y la subyacente podrían afectar adversamente la dinámica de los precios en la economía a través de histéresis. Segundo, un resultado desfavorable para México de la renegociación del TLCAN podría dar lugar a depreciaciones del tipo de cambio. Tercero, riesgos sobre la sostenibilidad del ajuste fiscal, en particular

una parte considerable del mismo ha sido efectuado con base en una fuerte reducción de la inversión pública, además de que los precios internacionales del petróleo no parecen tener mucho soporte. Cuarto, el proceso de reducción del balance de la Reserva Federal, aunque gradual y pasivo, podría traer consigo volatilidad financiera. Quinto, continúan presentes riesgos geopolíticos de consideración que podrían afectar a la moneda nacional. Finalmente, la contienda electoral en nuestro país en 2018 podría verse acompañada por episodios de volatilidad.

La mayoría de los integrantes señaló que desde la última decisión de política monetaria, las condiciones en los mercados financieros nacionales continuaron mejorando. Coincidió en que la cotización del peso redujo su volatilidad y registró una apreciación considerable. Un miembro incluso destacó que el tipo de cambio ha alcanzado niveles no registrados desde mediados de 2016, y que la mayoría de los analistas económicos ha revisado a la baja sus pronósticos de esta variable para el cierre de 2017 y 2018. La mayoría concordó en que el mejor comportamiento de los mercados internos se ha reflejado en mayores posiciones largas en pesos a través de diferentes instrumentos, y en una mayor inversión de extranjeros en valores gubernamentales emitidos en moneda nacional. Explicó que a este buen comportamiento han contribuido el entorno de menor volatilidad global y las acciones de política monetaria que ha adoptado Banco de México, las cuales han ampliado el diferencial de tasas de interés respecto a Estados Unidos. Uno mencionó que también ha ayudado el programa de coberturas cambiarias implementado por la Comisión de Cambios. Otro agregó a estos factores una menor preocupación por el futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos, la disminución de los riesgos percibidos para las finanzas públicas, la perspectiva de un retiro gradual del estímulo monetario en Estados Unidos y el resultado de las elecciones estatales llevadas a cabo en junio. En cuanto a las tasas de interés, todos apuntaron que aquellas de corto plazo mostraron un incremento, en línea con las acciones de política monetaria, en tanto que las de mediano y largo plazo disminuyeron, conduciendo a que la pendiente de la curva de rendimientos presentara un descenso adicional. Por lo que respecta a los diferenciales de las tasas de interés entre México y Estados Unidos, la mayoría indicó que estos continuaron registrando aumentos considerables para horizontes de corto plazo y ligeras reducciones para aquellos de mediano y largo plazo. A pesar de la evolución favorable de los mercados financieros nacionales, la mayoría argumentó que hacia adelante no se

pueden descartar eventos que pudieran revertir el buen desempeño descrito. Entre estos factores la mayoría mencionó el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y el ciclo electoral en México durante el próximo año. Algunos añadieron la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, el comportamiento del precio del petróleo, así como riesgos geopolíticos.

En este contexto, algunos miembros señalaron que dados los choques que ha enfrentado la economía mexicana, es importante perseverar en que las políticas fiscales y monetarias contribuyan a propiciar un ajuste ordenado en la economía y en los mercados financieros. Uno enfatizó que es importante encontrar la combinación óptima entre ajustes de la política fiscal y monetaria, considerando la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, para que esta absorba de manera más eficiente los referidos choques. Adicionalmente, reconoció que los bajos precios del petróleo podrían implicar un reto al esfuerzo de consolidación de las finanzas públicas. Algunos sostuvieron que el ajuste macroeconómico que ha venido enfrentando la economía recientemente se ha caracterizado por un sobre ajuste del tipo de cambio nominal, al tratar de acomodar la depreciación real, recalcando que ante el incremento subsecuente que se ha observado en la inflación de mercancías, el papel de la política monetaria ha sido fundamental para evitar que se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación y, en particular, sobre la de los servicios.

La mayoría destacó que es pertinente recordar que las medidas de política monetaria inciden con un rezago considerable sobre el comportamiento de la inflación. Apuntó que este rezago es todavía más relevante cuando la dinámica de la inflación de corto plazo ha estado muy influida por choques que se consideran de naturaleza transitoria, como los que ha sufrido la inflación en México. En este sentido, un miembro agregó que la corrección en la medición de la inflación se dará antes de que la política monetaria actúe cabalmente por sus diferentes mecanismos de transmisión. En este contexto, la mayoría comentó que en un marco de política monetaria con base en objetivos de inflación, lo toral es el anclaje de las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo, lo cual se ha venido logrando en México. En efecto, señaló que las acciones de política monetaria han sido fundamentales en acotar los posibles efectos de segundo orden sobre la inflación que pudieron haberse derivado de los choques que la han afectado, así como en anclar sus expectativas. No obstante, algunos integrantes enfatizaron que a

pesar de lo anterior, las expectativas de inflación se ubican por encima de la meta, con lo cual sigue latente la posibilidad de que se presenten efectos de segundo orden sobre los precios. Incluso, uno de ellos recalcó que la tendencia al alza en la prima por riesgo inflacionario y el incremento en la dispersión de las expectativas de inflación para 2018, son elementos que deben considerarse para la política monetaria, ya que reducir dicha dispersión alrededor de la meta es total en un esquema de objetivos de inflación. Algunos integrantes ahondaron en los efectos que la política monetaria ha tenido sobre la curva de rendimientos. Uno expuso que los incrementos de la tasa de interés de referencia de 375 puntos base llevados a cabo por el Banco de México desde diciembre de 2015, han propiciado una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, provocando que esta última se encuentre prácticamente horizontal. Asimismo, consideró necesario tener cautela, ya que incrementos adicionales de la tasa de política monetaria podrían causar que la curva de rendimientos se invierta, lo cual no es usual cuando la economía no enfrenta presiones significativas por el lado de la demanda agregada y cuando se anticipa que la inflación en los próximos 12 a 18 meses se encuentre en niveles cercanos a su meta. En contraste, otro miembro argumentó que aunque la pendiente de la curva de rendimientos —medida como la diferencia entre las tasas de interés con plazo de 10 años y 3 meses— parecería encontrarse alrededor de cero, considera muy arriesgado pensar que este diferencial es una medida adecuada de la prima por plazo, ya que aunque dicha prima ha registrado una importante compresión en los últimos meses, difícilmente se puede decir que sea cero. Explicó que en su opinión es inadecuada cualquier lectura sobre si la postura monetaria es excesivamente restrictiva o no basada en la forma o en el desempeño de la curva de rendimientos. Subrayó que otros indicadores más apropiados para determinar la postura monetaria no señalan que esta sea muy restrictiva, como lo es la tasa de interés real ex-ante —que se encuentra ligeramente por encima del nivel que las estimaciones del Banco de México apuntan como neutral. Asimismo, agregó que el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo sugiere que la postura actual es apropiada.

Respecto a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, un integrante subrayó que los retos al entorno inflacionario en nuestro país han requerido que la postura monetaria interna se haya venido restringiendo a mayor velocidad y en mayor magnitud que el ajuste monetario presentado en Estados Unidos, con lo que en su opinión es claro que la conducción de la política

monetaria en México se ha venido desligando considerablemente de la adoptada por Estados Unidos. Además arguyó que la curva de diferenciales de tasas entre México y Estados Unidos se mantiene invertida, incluso con el ajuste monetario por parte de la Reserva Federal en junio. En particular, destacó que el diferencial a un mes en moneda nacional respecto al equivalente en Estados Unidos es superior en más de 150 puntos base al correspondiente a 30 años. Agregó que si bien los aumentos de la Reserva Federal siempre deben ser tomados en cuenta en las previsiones de política monetaria, no necesariamente deben ser correspondidos de manera directa con incrementos adicionales en el objetivo de tasas de interés interno. No obstante, la mayoría de los miembros destacó que ante el reciente incremento en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal, en este momento es indispensable mantener la postura relativa actual, aclarando uno de ellos que ello permite que todos los canales de transmisión de la política monetaria operen cabalmente. Respecto a los diferenciales entre las tasas de interés domésticas y las de Estados Unidos, uno sostuvo que cuando se consideran los rendimientos calculados de manera compuesta —como suele hacerse en el mercado— parecería que dichos diferenciales se han incrementado más en horizontes de corto plazo que en el largo. Sin embargo, este no es el caso si dichos diferenciales se estiman utilizando tasas simples cupón cero que, en su opinión, son más fáciles de interpretar. Enfatizó que los diferenciales actuales de las tasas de interés de referencia de la política monetaria en ambos países son apropiados tomando en cuenta el diferencial de inflación entre ambas economías, ubicándose este último en los niveles más elevados desde 2009. Opinó, asimismo, que señalar actualmente la posibilidad de una reducción en el diferencial de tasas de referencia de política monetaria entre México y Estados Unidos, podría ser arriesgado.

En este contexto, la mayoría reconoció que con el objeto de fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta, y considerando el incremento en el rango objetivo para la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal en su decisión de junio, era necesario incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, a un nivel de 7.00 por ciento. No obstante, uno opinó que era adecuado mantener el objetivo para la tasa de interés de referencia sin cambio en esta ocasión, tomando en cuenta el reforzamiento que ya ha tenido la política monetaria y que las proyecciones de crecimiento e inflación se han

mantenido de acuerdo con lo esperado, con lo cual, en su opinión, la tasa de 6.75 por ciento ya es consistente con una trayectoria de convergencia de la inflación a su meta. A su vez, reconoció que aún se enfrenta un entorno marcadamente incierto y la economía no está exenta de verse afectada por mayores presiones inflacionarias en los próximos meses, las cuales podrían requerir incrementos adicionales en las tasas de interés. En este contexto, aseveró que es deseable que la política monetaria conserve cierto margen de maniobra que podría ser muy útil en el futuro próximo. Señaló que, si bien tanto los mercados financieros, como algunos analistas, prevén una trayectoria de tasas de interés nominales decreciente en 2018, es probable que en ese periodo se observe un incremento en las primas de riesgo y en la incertidumbre asociada al proceso electoral, lo que podría dificultar la reducción en las tasas de interés cuando la inflación comience a disminuir. En esta situación, la economía terminaría con una tasa de interés real más elevada que la actualmente anticipada en dichas proyecciones, por lo que sugiere tener cautela respecto al nivel de tasas de interés que se alcance en los próximos meses. A ello, otro integrante respondió que el argumento de lo que se podría hacer en términos de política monetaria actualmente para tener mayor flexibilidad respecto a las acciones futuras, es complicado, arriesgado y podría implicar un relajamiento prematuro, así como generar mayor incertidumbre. Argumentó, en particular, que pensar en reducir tasas para después incrementarlas en caso de requerirse no es un argumento viable, ni en sí mismo, ni ante los riesgos que aún enfrenta la inflación y la necesidad de dejar operar a cabalidad la política monetaria. Asimismo, comentó que, en la actualidad información extraída de instrumentos de mercado sugiere que este espera entre 3 y 4 movimientos a la baja de 25 puntos base cada uno de la tasa de referencia de la política monetaria, comenzando entre diciembre y marzo próximos y hasta finales de 2018. Dicho miembro señaló, no obstante que, ante los riesgos de la inflación aún presentes, en su opinión la conducción de la política monetaria en los siguientes trimestres debería mostrar con claridad mucho mayor prudencia que lo que parecería sugerir la información referida. En este entorno, algunos integrantes consideraron que la política monetaria seguirá enfrentando un panorama complicado. Uno de ellos agregó que todavía no está en posibilidad de evaluar con certeza el momento en el que pueda finalizar el ciclo de alzas de las tasas de interés. Señaló que ante expectativas de inflación tanto de corto como de largo plazo por encima de la meta y de las proyecciones del Banco Central, la posibilidad latente de efectos de segundo orden sobre los

precios y una situación de gran incertidumbre, la política monetaria, incluyendo la comunicación del Banco de México, debe enfatizar la cautela. Recordó que el reto no es conseguir una disminución de los niveles actuales de inflación, sino alcanzar una cifra de alrededor de 3 por ciento hacia finales del año entrante, por lo que en su opinión se podrían requerir ajustes adicionales de la tasa de interés. Recalcó que un mensaje prematuro sobre el fin del ciclo alcista de las tasas de interés podría generar la impresión de que el Banco Central está dispuesto a aceptar una tasa de inflación mayor, con los consecuentes riesgos para su credibilidad y la economía. Otro integrante enfatizó que en adición a los incrementos esperados en la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal, las acciones en cuanto a la disminución en su hoja de balance podrían afectar la estructura de la curva de rendimientos y particularmente las tasas de largo plazo tanto en ese país como en México, lo que a su vez impactaría los diferenciales de tasas entre ambos países. Por esta razón, consideró que hacia adelante es necesario mantener una política monetaria prudente que implique conservar los diferenciales de tasas respecto a Estados Unidos y, en caso de ser necesario, incrementarlos. En contraste, algunos integrantes recalcaron que la Reserva Federal ha reforzado su mensaje sobre la gradualidad en la normalización de la política monetaria, por lo que destacaron que esto no afectaría el proceso de convergencia de la inflación en México a su meta. Uno de ellos argumentó que el nivel de los diferenciales entre las tasas de interés de México y Estados Unidos y el hecho de que la curva de diferenciales esté invertida confirma que la forma que ha alcanzado la curva de rendimientos interna contribuye a que se presente un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales ante el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal. De esta forma, la mayoría de los integrantes apuntó que se podría hacer una pausa en el ciclo alcista considerando que la inflación contemporánea se está comportando de manera congruente con la convergencia al objetivo y que las expectativas de inflación también han tenido un desempeño favorable. Uno de ellos destacó que dicha pausa en el ciclo alcista no le restaría credibilidad a la postura monetaria de este Instituto Central dado el incremento de 400 puntos base en la tasa de interés de referencia desde diciembre de 2015 y añadió que la postura monetaria en México se ha distinguido entre las economías emergentes por tener una de las posturas monetarias más astringentes. Agregó que después de la decisión actual, la Junta de Gobierno habrá aumentado en 400 puntos base la tasa de referencia, más que

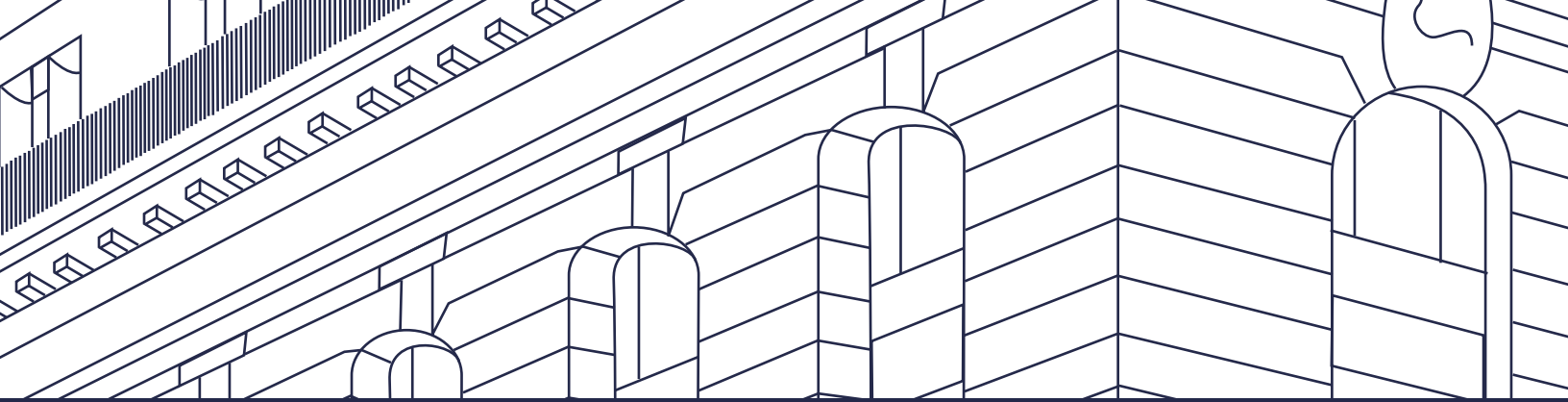
duplicando su nivel de tasas de interés, lo que refleja el compromiso del Banco con su objetivo de inflación. Además, enfatizó que esto también sería congruente con el propósito de vigilar que la referida convergencia sea eficiente en términos de actividad económica. Un integrante, sin embargo, recaló la necesidad de ser cuidadoso de inferir la postura de la política monetaria basado en diferenciales de rendimientos tanto internos como con Estados Unidos, y comentó la necesidad de poner en contexto el incremento de 400 puntos base de la tasa de referencia desde diciembre de 2015, en cuanto a que el presente ciclo de alzas inició del nivel más bajo histórico registrado para la tasa de referencia de política monetaria en nuestro país. Finalmente, todos los miembros coincidieron en que es importante enviar el mensaje al público de que, ante los riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En este contexto, con el objeto de fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta y considerando el incremento en el rango objetivo para la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal en su decisión de junio, la mayoría de la Junta de Gobierno ha decidido aumentar el

objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, a un nivel de 7.00 por ciento. Un miembro votó por mantener en esta ocasión el objetivo para la tasa de interés de referencia sin cambio.

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 traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos al resto de los precios, así como a la evolución de la brecha del producto. También evaluará la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos. La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno considera que con el incremento anunciado, y tomando en cuenta la naturaleza transitoria de los choques que han impactado a las cifras de inflación, la información con la que actualmente cuenta, el horizonte de tiempo en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, así como las previsiones que se tienen sobre la economía, el nivel alcanzado en la tasa de referencia es congruente con el proceso de convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.00 por ciento. No obstante, ante los riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 6 de julio de 2017

