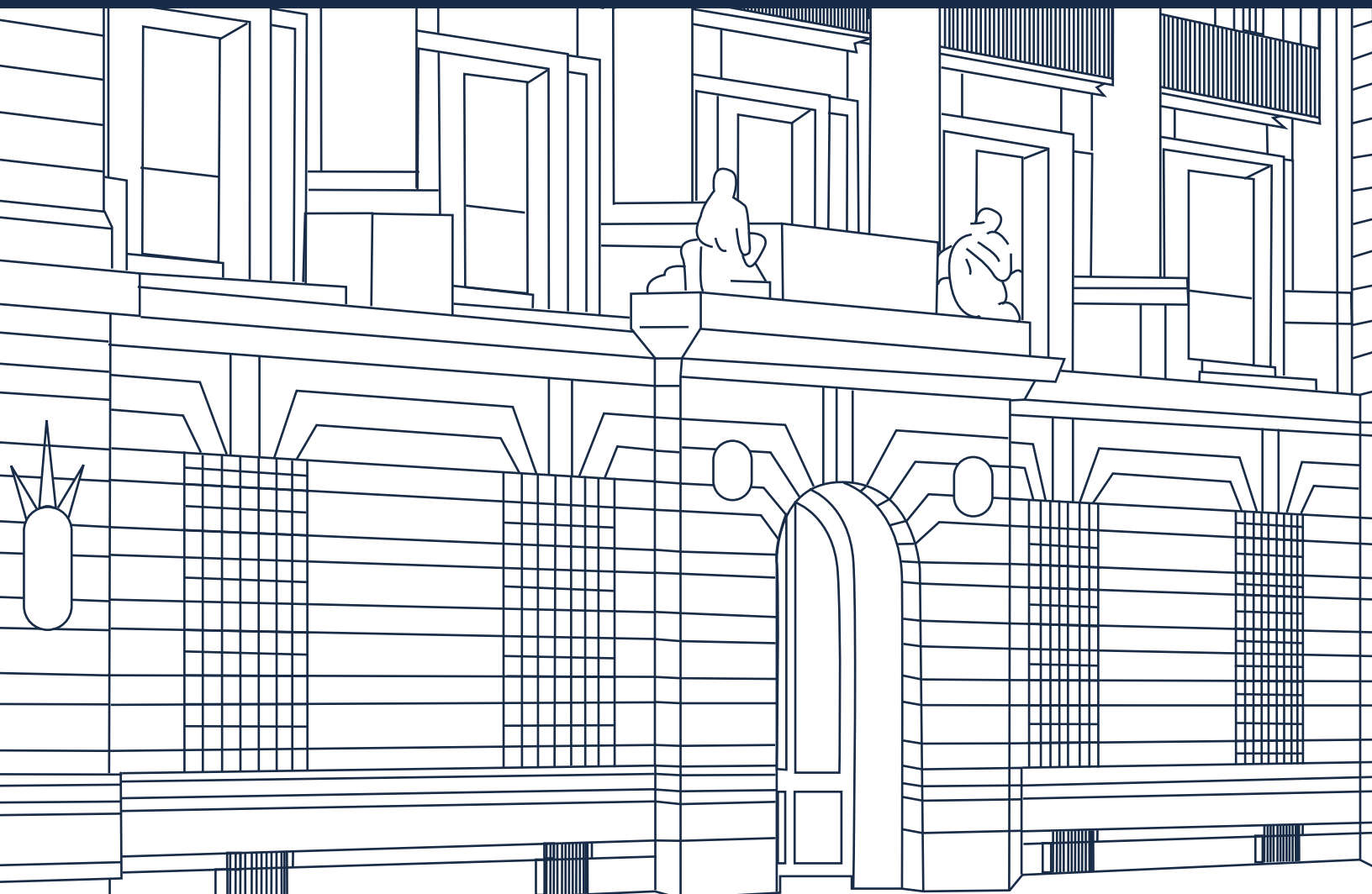




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 44

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 30 de junio 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: 30 de junio 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

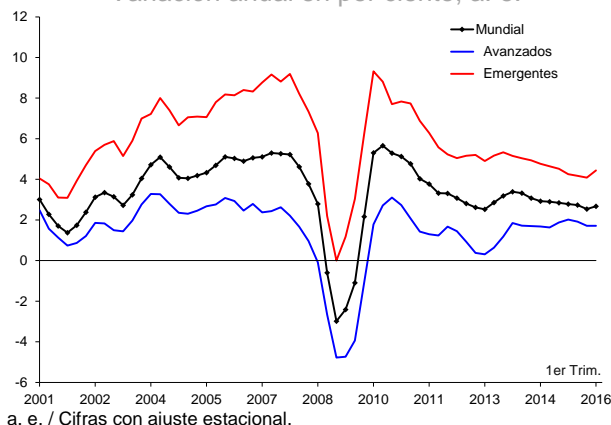
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial se mantuvo débil durante el segundo trimestre, con un crecimiento menor al esperado en las economías avanzadas y una estabilización en niveles bajos en las emergentes (Gráfica 1). Además, la ocurrencia de diversos eventos geopolíticos, entre los que destaca la reciente decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea, ha resultado en un mayor deterioro en el balance de riesgos para el crecimiento de la economía global y ha propiciado la recurrencia de episodios de volatilidad en los mercados financieros.

Gráfica 1
Producto Interno Bruto Mundial

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El cálculo del PIB para el 1T 2016 incluye estimados para algunos países. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

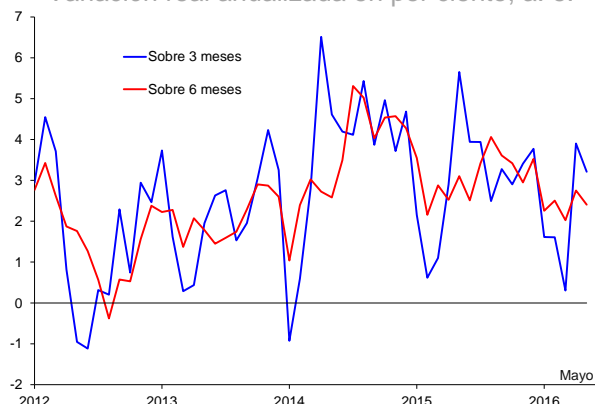
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren una recuperación en el ritmo de crecimiento del PIB durante el segundo trimestre del año, debido principalmente a un fortalecimiento del consumo privado (Gráfica 2). Este rubro de la demanda interna ha sido apoyado por el sólido crecimiento del ingreso personal disponible, los elevados niveles en la confianza de los consumidores y el aumento en la riqueza de los hogares. En este entorno, las bajas tasas de interés hipotecarias han contribuido a que también se observe una recuperación gradual de la inversión residencial. En contraste, las exportaciones han seguido mostrando debilidad ante el anémico crecimiento de la demanda externa y la apreciación del dólar, y la inversión en equipo ha continuado afectada por la persistente incertidumbre sobre el rumbo de la economía mundial.

La producción industrial en Estados Unidos continuó contrayéndose durante el segundo trimestre, fundamentalmente como consecuencia de la mayor debilidad del sector manufacturero, en particular, de los sectores automotriz y de producción de maquinaria y equipo. En contraste, la producción de electricidad y gas se normalizó, mientras que el sector de minería moderó su ritmo de deterioro.

Gráfica 2
EUA: Gasto Personal en Consumo^{1/}

Variación real anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Excluye alimentos y energía.

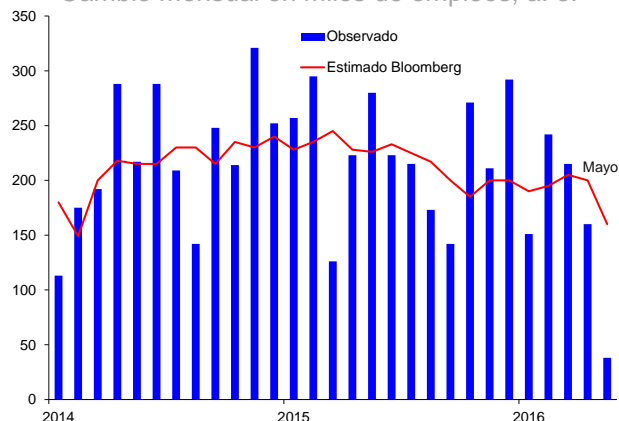
Fuente: BEA.

Por su parte, el empleo en Estados Unidos en el segundo trimestre del año se desaceleró más de lo esperado, si bien existe incertidumbre sobre si este comportamiento es sólo transitorio. En efecto, el ritmo de crecimiento en la nómina no agrícola se redujo de un promedio mensual de 196 mil plazas en el primer trimestre a 81 mil empleos en abril-mayo (Gráfica 3). No obstante, la tasa de desempleo descendió de 5.0 por ciento en marzo a 4.7 por ciento en mayo, aunque principalmente como reflejo de una caída en la tasa de participación laboral. En este contexto, diversos indicadores salariales presentan señales incipientes de mejoría.

En la zona del euro, después de un crecimiento del PIB de 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre, los indicadores de condiciones de negocios y sentimiento económico sugieren que la expansión de la actividad continuará durante el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor. La demanda interna siguió siendo el principal motor de la economía. Al desempeño positivo del consumo se ha sumado una evolución favorable de la inversión, ante el relajamiento de las condiciones de financiamiento. Por el contrario, el sector externo continuó siendo un lastre para la recuperación.

Gráfica 3
EUA: Nómina No Agrícola

Cambio mensual en miles de empleos, a. e.



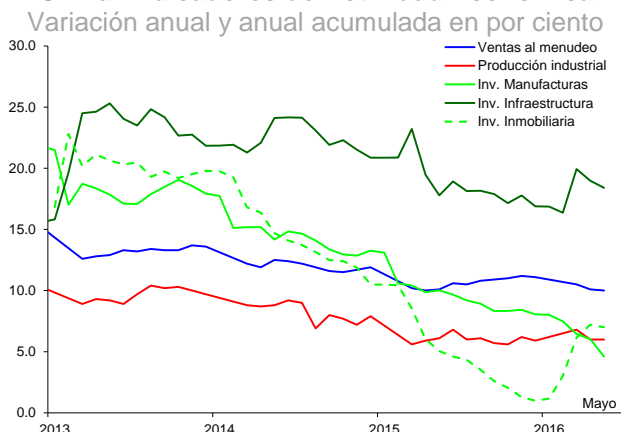
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS y Bloomberg.

El crecimiento de las economías emergentes se ha estabilizado en niveles bajos, y en algunos casos como Brasil y Rusia, se ha atenuado el ritmo de contracción de la actividad. A esto ha contribuido la ligera recuperación en los precios de los productos primarios, en particular los energéticos. Sin embargo, se mantiene una divergencia en la evolución económica al interior del grupo y prevalece una amplia incertidumbre en torno a sus perspectivas. En general, prevalece el riesgo para estos países de un apretamiento adicional de las condiciones financieras internacionales.

En China, algunos indicadores económicos apuntan a una mejoría en el crecimiento del segundo trimestre respecto al trimestre previo, principalmente por los efectos del estímulo fiscal. En particular, sobresale el dinamismo de la inversión en infraestructuras y del mercado inmobiliario (Gráfica 4). No obstante, el rápido crecimiento del crédito ha exacerbado los riesgos financieros. En particular, el elevado endeudamiento de las corporaciones y la reducción en sus ganancias, en un entorno de sobrecapacidad de producción, han deteriorado la capacidad de las empresas para servir su deuda, convirtiéndose en un factor importante de riesgo para el crecimiento de este país.

Gráfica 4
China: Indicadores de Actividad Económica



Nota. Los indicadores de inversión se presentan en variación anual acumulada.

Fuente: Haver Analytics.

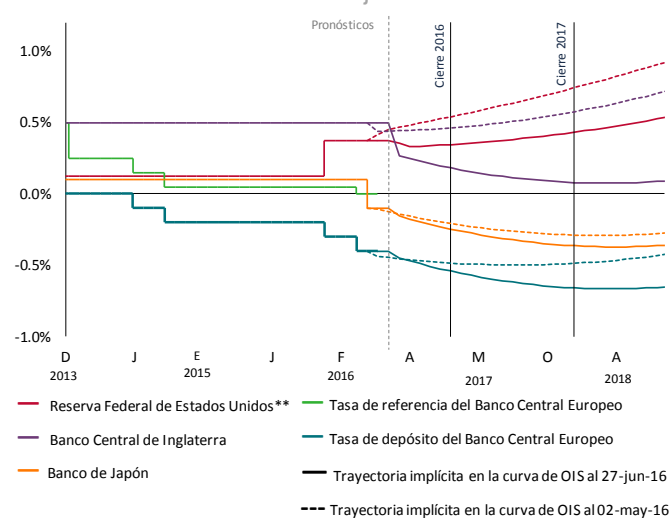
El 23 de junio el Reino Unido decidió abandonar la Unión Europea. Este evento indujo una reacción inmediata en los mercados financieros, así como preocupaciones sobre sus repercusiones negativas en las perspectivas del comercio y del crecimiento mundial, con sus correspondientes efectos sobre los precios de las materias primas y la confianza de los negocios y consumidores. Lo anterior se ha dado en un contexto en el que de por sí existían preocupaciones crecientes respecto del débil crecimiento global. Esto, junto con el hecho de que se han acrecentado las dudas sobre la efectividad de la política monetaria y sobre los grados de libertad de las autoridades en materia de política fiscal para estimular la actividad económica en los países desarrollados, ha conducido a que en las últimas semanas los mercados financieros de esas economías tuvieran un comportamiento negativo.

En cuanto a los precios internacionales de las materias primas, estos mostraron una elevada volatilidad durante las últimas semanas. Los precios del petróleo primero registraron un alza, apoyados por la gradual disminución de la producción de crudo por parte de países como Canadá y Nigeria, y por una ligera recuperación de la demanda, pero después disminuyeron como consecuencia de la mayor aversión al riesgo, luego de conocerse el resultado del referéndum en el Reino Unido. Por su parte, los precios de los granos también atravesaron por un periodo de elevada volatilidad, debido a factores climáticos en el medio oeste de Estados Unidos. Finalmente, los precios de los metales industriales, en general, permanecieron en niveles bajos ante la debilidad en la actividad manufacturera en China y la apreciación del dólar.

En las principales economías avanzadas la inflación y sus expectativas se han mantenido bajas. Inclusive en algunos países, como la zona del euro, prevalecen preocupaciones sobre el impacto de este entorno de inflación débil sobre la fijación de salarios. Por su parte, en las economías emergentes, la evolución de la inflación sigue mostrando una amplia disparidad entre países.

En este entorno de perspectivas de menor crecimiento económico, bajos niveles de inflación y alto grado de incertidumbre, las expectativas en torno a la política monetaria se ajustaron sustancialmente (Gráfica 5). En particular, se espera que el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra anuncien medidas adicionales de estímulo monetario a través de una disminución de sus tasas de referencia y/o a través de herramientas de política monetaria no convencional incluyendo una mayor expansión de sus balances. Por su parte, en Estados Unidos nuevamente se postergó la fecha esperada para el siguiente incremento de la tasa de fondos federales, como resultado de un menor dinamismo de las cifras del sector laboral y de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 5
Evolución de las trayectorias de las tasas de referencia de países seleccionados implícitas en la curva OIS*



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

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

En efecto, en su reunión de junio la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0.25 a 0.5 por ciento y redujo sus pronósticos para dicha tasa en los próximos años, con lo cual proyecta una trayectoria de incrementos más gradual, respecto a lo previsto en marzo. De acuerdo con la Reserva Federal, la revisión a la baja en la mediana de las proyecciones para la tasa de fondos federales en los próximos años y para la de largo plazo obedeció al impacto negativo del entorno económico y financiero externo, al bajo ritmo de formación de nuevos hogares y al lento crecimiento de la productividad, entre otros factores. Lo anterior, considerando que la inflación permanece por debajo de la meta, que los indicadores de mercado sobre compensación por inflación se han reducido y que se observan señales mixtas sobre la evolución del mercado laboral y la actividad económica.

Asimismo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de política monetaria en junio, pero revisó a la baja sus pronósticos de inflación subyacente, con una estimación para 2018 que es inferior a su meta. En el mismo mes, esta Institución inició la compra de activos del sector corporativo no bancario y llevó a cabo la primera operación de la nueva serie de cuatro operaciones de refinanciación de largo plazo (TLTRO II). Luego de darse a conocer el resultado del referéndum en el Reino Unido, el BCE señaló que está preparado para proporcionar liquidez adicional en euros y moneda extranjera, en caso de ser necesario, a la vez que destacó que el sistema bancario de la zona del euro se mantiene sólido en términos de capital y liquidez.

Por su parte, el Banco de Inglaterra informó que llevó a cabo un gran esfuerzo por algún tiempo para tener listo un plan contingente adecuado para asegurar que los ajustes en la economía y los mercados que resulten de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea estén apoyados por un sistema financiero sólido. Así, el Banco de Inglaterra afirmó que los bancos comerciales que operan en su jurisdicción cuentan con la liquidez y el capital adecuados para seguir prestando a los negocios y hogares. Además, anunció que se encuentra listo para proveer más de 250 mil millones de libras esterlinas adicionales, a través de sus facilidades, así como para otorgar liquidez en moneda extranjera, con el fin de apoyar el funcionamiento de los mercados.

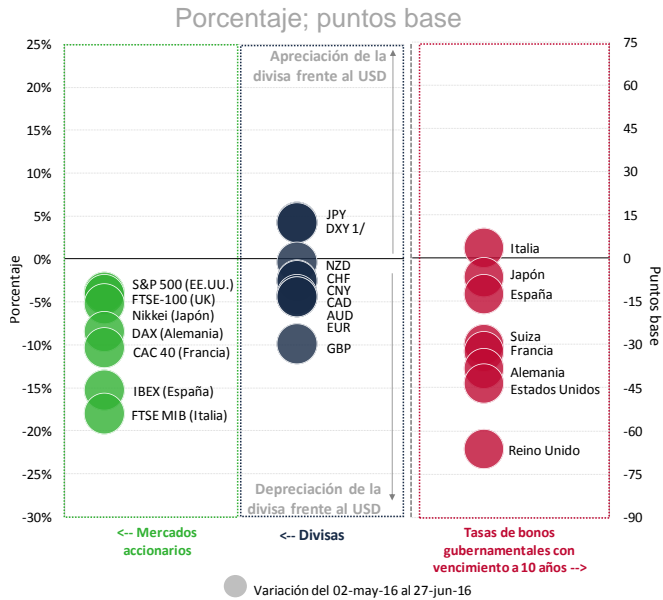
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Por las razones descritas previamente, durante las últimas semanas los mercados financieros exhibieron un comportamiento de mayor aversión al riesgo. Lo anterior se reflejó en una importante caída de los índices accionarios, los cuales registraron pérdidas de hasta 18 por ciento desde principios de mayo. Por el contrario, se observó una mayor demanda por activos de refugio. En los mercados cambiarios, el dólar y el yen se apreciaron frente al resto de las divisas, destacando la debilidad de la libra esterlina, que perdió cerca de 10 por ciento frente al dólar. Por su parte, en el mercado de renta fija, las tasas de interés de bonos gubernamentales de los principales países desarrollados volvieron a disminuir de forma importante, alcanzando niveles históricamente bajos (Gráfica 6 y Gráfica 7). De hecho, en varios de los países avanzados un porcentaje importante de deuda gubernamental cotiza a tasa negativa, siendo este el caso no sólo para bonos de corto plazo, sino también de aquellos de mayor vencimiento (10 años o más en algunos países). En este sentido, una eventual descompresión de las primas por plazo podría representar un factor de riesgo para la estabilidad de los mercados, particularmente en un entorno en que los inversionistas han aumentado su exposición a bonos de largo plazo en búsqueda de mayores rendimientos.

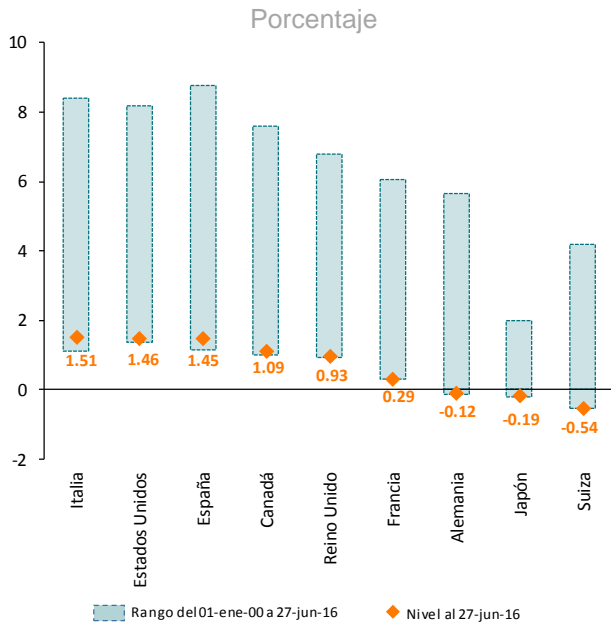
Por otro lado, como ya se señaló, destaca que las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado emitidos para los países avanzados se ajustaron a la baja (Gráfica 8). En efecto, la debilidad de la demanda agregada parecería estar contrarrestando el importante incremento de los precios de materias primas en lo que va del año y el mayor estímulo monetario instrumentado en los meses pasados, lo cual podría dificultar la convergencia de la inflación al objetivo de sus bancos centrales.

Gráfica 6
Evolución de indicadores financieros
seleccionados del 2 de mayo al 27 de junio de
2016



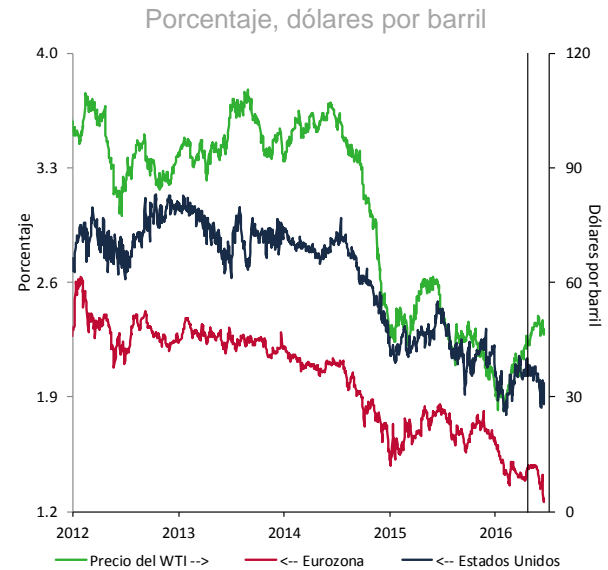
Fuente: Bloomberg.
 1/DXY: Promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis divisas más operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

Gráfica 7
Tasas gubernamentales de 10 años de países
seleccionados



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Inflación implícita en los swaps de inflación de
cinco años dentro de cinco años de Estados
Unidos y la Eurozona y evolución del precio del
WTI



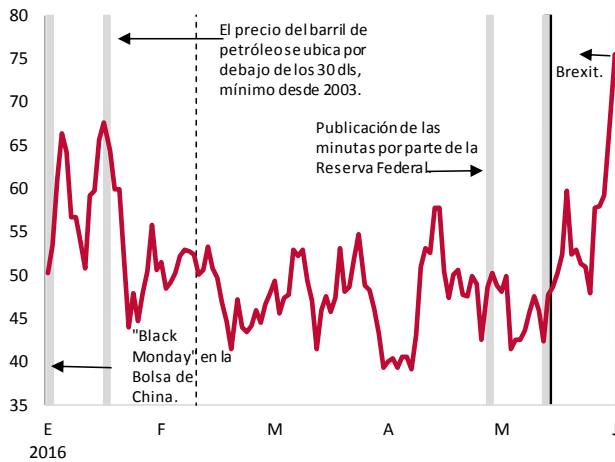
Fuente: Bloomberg.
 *Swap de inflación: es un contrato por el cual una de las partes se compromete a pagar la tasa esperada de inflación (fija) y recibir la tasa de inflación realizada durante el periodo (variable).
 Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.

2.2.2. Mercados emergentes

Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros de países emergentes presentaron en la mayoría de los casos un desempeño negativo, en un ambiente de mayor volatilidad (Gráfica 9). Los dos factores que contribuyeron a dicho comportamiento fueron la incertidumbre respecto al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea.

En este contexto, la mayoría de las divisas de los países emergentes registraron depreciaciones importantes frente al dólar, mientras que los principales índices accionarios mostraron retrocesos. Por su parte, los mercados de deuda exhibieron un comportamiento relativamente más estable (Gráfica 10).

Gráfica 9
Varianza explicada por el primer componente principal de una cartera de divisas
 Porcentaje (promedio móvil de 5 días)



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

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

Gráfica 10
Variación de precios de activos financieros de países emergentes seleccionados del 2 de mayo al 27 de junio de 2016
 Porcentaje; puntos base

Región	País	Mercado cambiario	Mercado accionario	Mercado de deuda
Latinoamérica	México	-11.4%	-3.1%	26
	Brasil	2.8%	-8.1%	-12
	Chile	-3.1%	-1.0%	-2
	Colombia	-7.2%	-2.6%	8
	Argentina	-6.5%	0.4%	-48
Europa Emergente	Rusia	-0.4%	-5.7%	-64
	Polonia	-6.0%	-7.7%	1
	Turquía	-4.7%	-10.3%	-30
	República Checa	-5.0%	-13.1%	-13
	Hungría	-6.9%	-5.5%	-11
Asia	Corea del Sur	-3.9%	-2.6%	-26
	Malasia	-4.7%	-2.6%	-9
	India	-2.2%	3.8%	20
	Filipinas	-0.3%	9.4%	-23
	Tailandia	-1.4%	1.4%	-20
África	Indonesia	-1.5%	0.6%	0
	Sudáfrica	-8.2%	-5.4%	-1
	Nigeria	-41.8%	19.1%	158

Nota: Para el mercado de deuda se utiliza la tasa swap de cada país a un plazo de 5 años. Para el caso de Nigeria se utiliza la tasa del bono gubernamental en moneda local a 5 años, mientras que para Argentina se utiliza la tasa del bono gubernamental en dólares americanos con vencimiento en 2024.
 Fuente: Bloomberg.

2.2.3. Mercados en México

El impacto negativo de los choques externos previamente mencionados sobre los mercados financieros en México no sólo se reflejó en el comportamiento del tipo de cambio, como había sucedido en otros periodos de alta volatilidad, sino también en el desempeño de las tasas de interés de los valores gubernamentales a prácticamente todos los plazos.

En lo que respecta al mercado cambiario, desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el tipo de cambio se depreció 11.4 por ciento frente al dólar. Dicha depreciación obedeció en gran medida a la mayor aversión al riesgo que prevaleció en los mercados financieros internacionales, lo cual provocó que muchos inversionistas institucionales con exposición a riesgo cambiario en pesos cubrieran parte de este. De igual forma, nuevamente se observó que la divisa nacional fue utilizada como vehículo de cobertura de posiciones en otros activos de países emergentes. Finalmente, la incertidumbre en torno al proceso electoral de los Estados Unidos también contribuyó a dicha depreciación. Cabe resaltar que durante gran parte del periodo de análisis las condiciones de operación en este mercado se mantuvieron adecuadas, observándose sin embargo un deterioro temporal luego de que se diera a conocer el resultado del referéndum del Reino Unido (Gráfica 11).

Gráfica 11
Índice de condiciones de operación del mercado cambiario

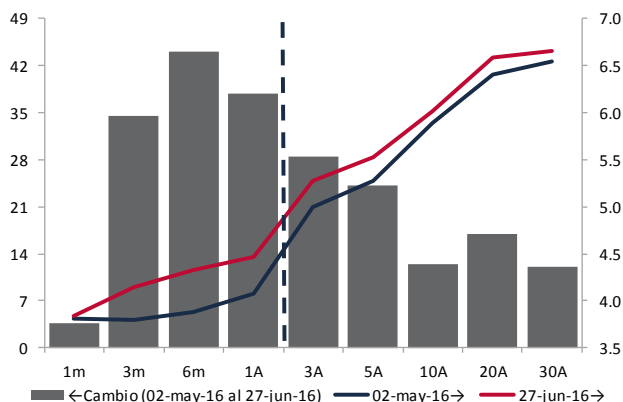


Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles en el periodo de 2008 a 2016 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día.

Fuente: Banco de México con información de Reuters.

En el mercado de renta fija, la curva de rendimientos de valores gubernamentales registró un movimiento de aplanamiento derivado de los incrementos observados en las tasas de interés de corto plazo, los cuales llegaron a promediar hasta 40 puntos base durante el periodo (Gráfica 12).

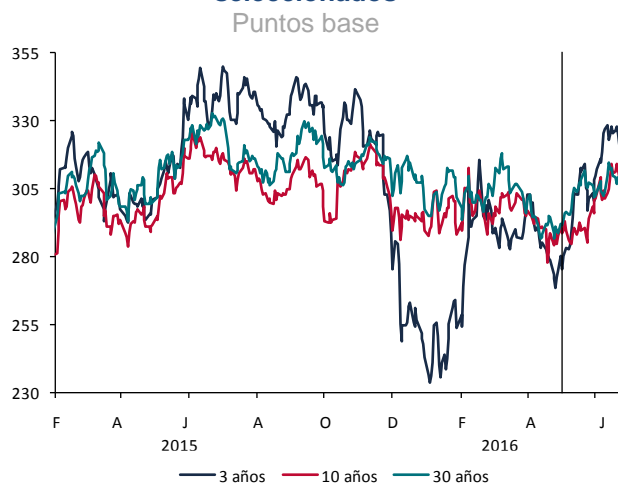
Gráfica 12
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija nominal
Puntos base; porcentaje



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

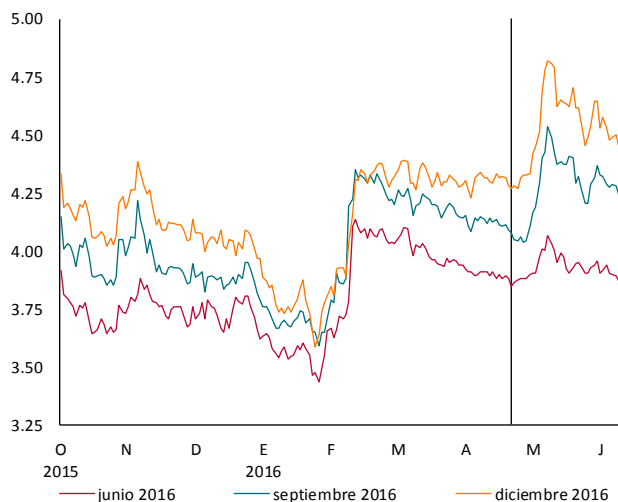
Por otro lado, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales han aumentado recientemente aunque no se han separado de manera considerable de la meta puntual de inflación del Banco de México (Gráfica 13). Por su parte, las expectativas del rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ajustaron a la alza (Gráfica 14).

Gráfica 13
Evolución de la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en valores gubernamentales de referencia a plazos seleccionados



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.

Gráfica 14
Tasa de fondeo "forward" implícita en la curva de swaps de TIEE 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.

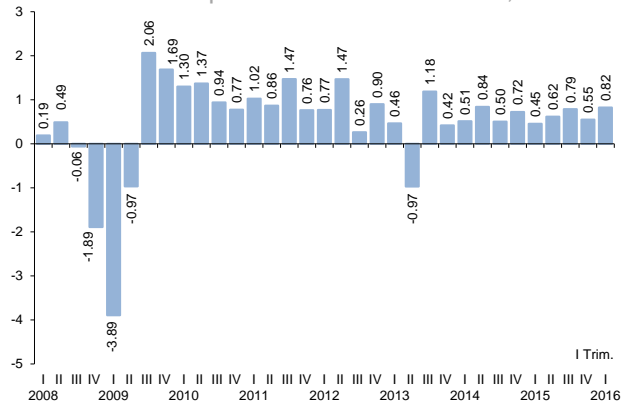
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Después del relativamente elevado crecimiento que presentó la economía de México en el primer trimestre de 2016 (Gráfica 15), a principios del segundo trimestre esta registró señales de un menor dinamismo. En particular, en abril de este año se acentuó la atonía de la producción industrial, a la vez que los servicios exhibieron una desaceleración, lo cual se vio manifestado en el comportamiento negativo del IGAE en ese mes (Gráfica 16).

Gráfica 15
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

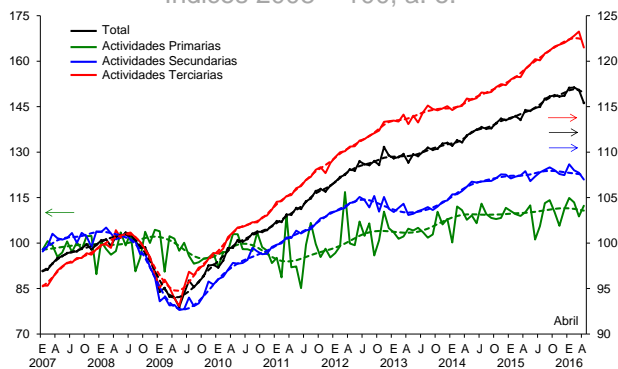


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 16
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.

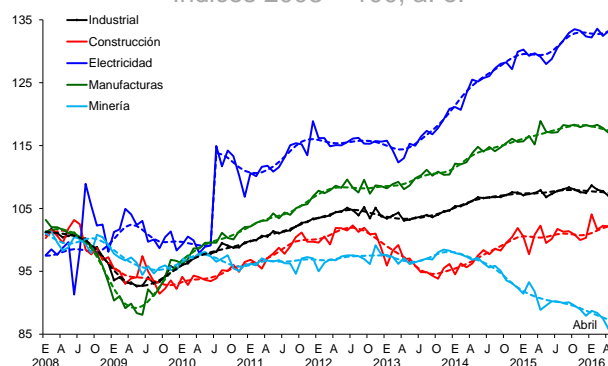
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En efecto, al interior de las actividades secundarias, a principios del segundo trimestre la producción manufacturera continuó perdiendo dinamismo e incluso mostró un incipiente cambio de tendencia desfavorable, el sector de la minería siguió

presentando una trayectoria decreciente, y se observó un estancamiento en la industria eléctrica. Por el contrario, no obstante la reducción de abril, el sector de la construcción siguió exhibiendo cierta mejoría con relación al débil desempeño que presentó durante 2015 (Gráfica 17). Por su parte, luego de haber mostrado un elevado dinamismo a lo largo de 2015 y a inicios de 2016, las actividades terciarias registraron una contracción en el cuarto mes del año en curso. En particular, destacan las reducciones en los servicios de comercio, de transporte e información en medios masivos y de alojamiento temporal y preparación de alimentos.

Gráfica 17
Actividad Industrial

Índices 2008 = 100, a. e.

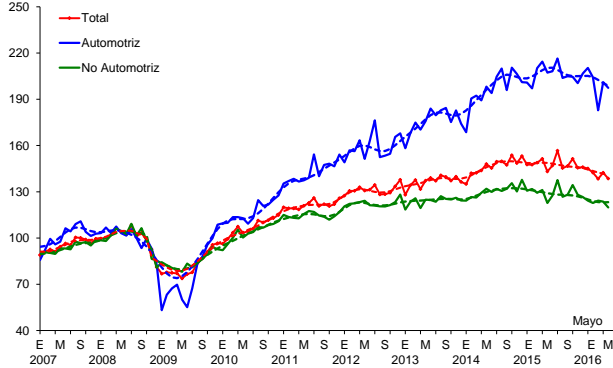


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

En cuanto a los componentes de la demanda agregada, las exportaciones manufactureras siguieron presentando un comportamiento adverso en el periodo abril-mayo, en un contexto en el que continúa el estancamiento del comercio mundial. En particular, tanto las exportaciones automotrices, como las no automotrices, siguieron exhibiendo un desempeño desfavorable (Gráfica 18). Asimismo, la debilidad de las exportaciones manufactureras se ha registrado tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo. Por su parte, la inversión fija bruta siguió mostrando un débil desempeño, como resultado de que la mejoría que se reportó en el gasto en construcción fue compensada por la tendencia negativa que se observó en la inversión en maquinaria y equipo importado. En contraste, algunos indicadores oportunos del consumo privado, tales como las ventas de vehículos ligeros y los ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor y las ventas de la ANTAD, mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento.

Gráfica 18
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2008 = 100, a. e.



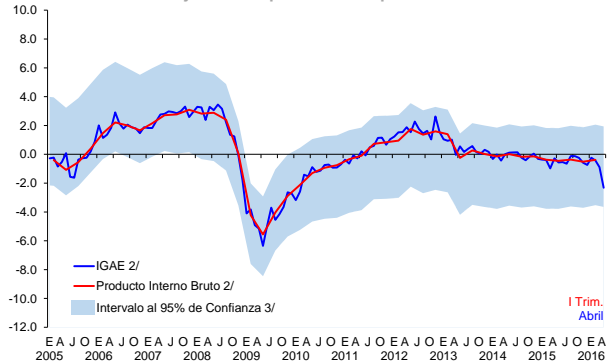
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

De manera congruente con el comportamiento que se ha observado en la actividad económica de México, no se aprecian presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada, dadas las condiciones de relativa holgura que prevalecen en la economía. En particular, la brecha del producto continúa ubicándose en terreno negativo (Gráfica 19).

Gráfica 19
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.

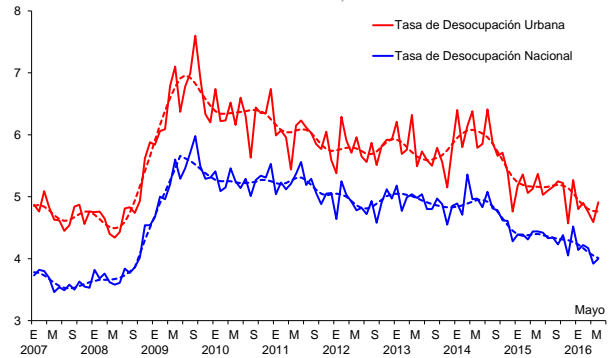
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2016; cifras del IGAE a abril de 2016.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

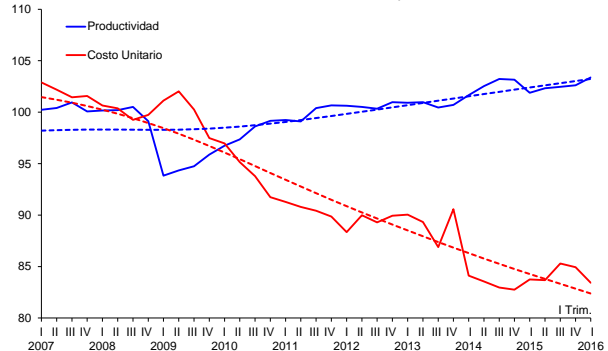
En cuanto al mercado laboral, en el periodo abril-mayo de 2016 tanto la tasa de desocupación nacional, como la tasa de desocupación urbana, continuaron registrando una tendencia decreciente (Gráfica 20). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió exhibiendo una tendencia positiva, pero a un menor ritmo de crecimiento que el observado en 2015. En este contexto, la evolución de los principales indicadores salariales, junto con el comportamiento que ha presentado la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra de la economía hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 21).

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.

Gráfica 21
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
Índices 2008 = 100, a.e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

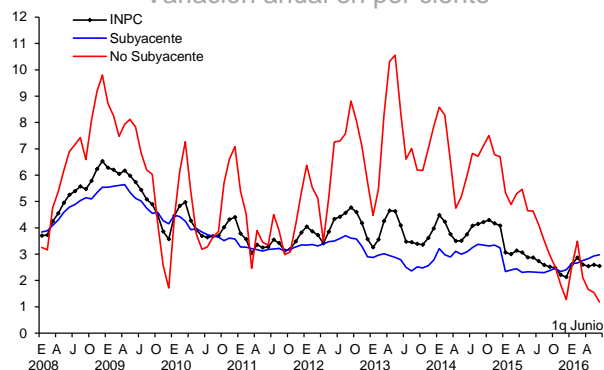
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En lo que respecta al financiamiento al sector privado no financiero, la información a abril de 2016 sugiere que este continuó mostrando un crecimiento a tasas elevadas. Ello, como reflejo del dinamismo tanto del financiamiento a las empresas, como del crédito a los hogares. No obstante lo anterior, hasta el momento no se vislumbran presiones de demanda en los mercados de fondos prestables, toda vez que, en general, las tasas de interés se mantienen en niveles cercanos a sus mínimos históricos, y los índices de morosidad permanecen bajos y estables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual continuó ubicándose por debajo de la meta permanente de 3 por ciento en los primeros meses de 2016. Esto ha ocurrido a pesar de la depreciación que ha experimentado la moneda nacional, la cual ha incidido al alza en los precios de las mercancías y, con ello, ha conducido a una tendencia ascendente en la inflación subyacente. Estos incrementos han sido compensados por la reducción en el ritmo de crecimiento anual en los precios del componente no subyacente. De esta forma, entre abril de 2016 y la primera quincena de junio, la inflación general anual pasó de 2.54 a 2.55 por ciento (Gráfica 22 y Cuadro 1).

Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

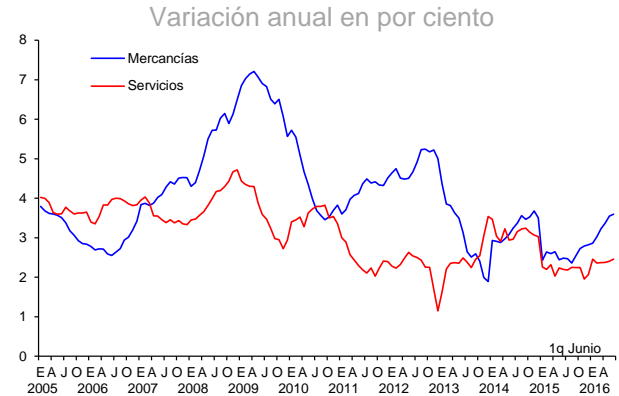


Fuente: Banco de México e INEGI.

Como ya se mencionó, la inflación subyacente anual ha presentado una trayectoria creciente, aumentando de 2.83 por ciento en abril a 2.98 por ciento en la primera quincena de junio. Al respecto, destacan los incrementos de precio en las mercancías alimenticias, los cuales han sido

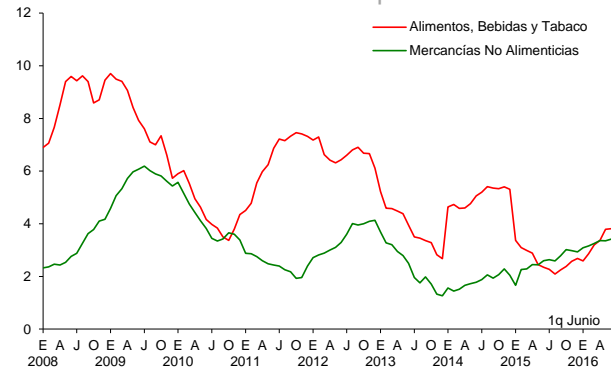
producto, principalmente, de la incipiente recuperación que han tenido las cotizaciones internacionales de algunos bienes primarios, si bien desde niveles bajos, en combinación con la depreciación que ha experimentado la moneda nacional. Esto ha contrastado con la relativa estabilidad en las tasas de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias y de los servicios (Gráfica 23 y Gráfica 24).

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



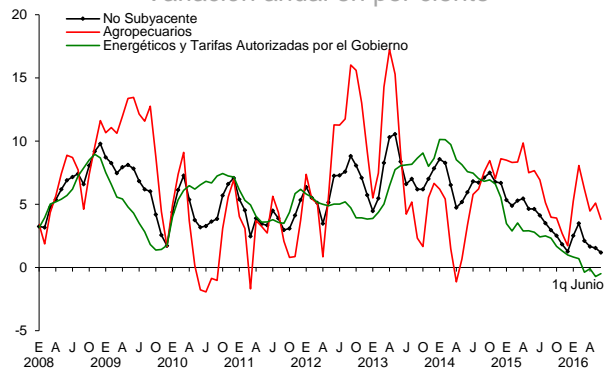
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 24
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Por su parte, la inflación no subyacente disminuyó de 1.66 a 1.19 por ciento entre abril y la primera quincena de junio. A lo anterior influyó, por una parte, la desaceleración en la variación anual del subíndice de precios de productos agropecuarios, y por otra, las disminuciones en los precios de algunos energéticos, así como un menor ritmo de crecimiento anual en el rubro de tarifas autorizadas por el gobierno (Gráfica 25 y Cuadro 1).

Gráfica 25
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La mediana de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2016 disminuyó de 3.2 a 3.1 por ciento entre la encuesta de abril y la de mayo de 2016. Por su parte, las correspondientes al cierre de 2017 y a horizontes de más largo plazo se mantuvieron 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 para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) permanecieron estables cerca de 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario continúa en niveles negativos. Así, la compensación por inflación y riesgo inflacionario sigue en niveles históricamente bajos.

Se prevé que en los siguientes meses de 2016, la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 3 por ciento, ubicándose transitoriamente por arriba de dicha cifra en los últimos meses del año. Lo anterior considera la recuperación de los precios del petróleo observados recientemente, con el consecuente aumento en las referencias internacionales de las gasolinas y la depreciación del tipo de cambio, lo que en su conjunto implicaría precios internos más elevados de este combustible. En cuanto a la inflación subyacente anual, se espera que esta se mantenga en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente se sitúen alrededor de la meta permanente de inflación.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que se encuentran los siguientes. Al alza, que la depreciación de la moneda nacional agudice la tendencia creciente de la inflación subyacente, afectando los precios de un conjunto más amplio de bienes. A la baja, que como resultado de las reformas estructurales, se presenten disminuciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos. Que la cotización de la moneda nacional revierta parte de la depreciación que acumuló en los meses previos. Finalmente, un ritmo de crecimiento de la actividad económica menor al esperado, mismo que limitaría 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	Abril 2016	1q Junio 2016
INPC	2.13	2.54	2.55
Subyacente	2.41	2.83	2.98
Mercancías	2.82	3.37	3.60
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	3.37	3.81
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.36	3.42
Servicios	2.07	2.37	2.46
Vivienda	2.01	2.17	2.25
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.12	4.13
Otros Servicios	1.46	2.06	2.17
No Subyacente	1.28	1.66	1.19
Agropecuarios	1.72	4.46	3.82
Frutas y Verduras	5.62	15.64	10.44
Pecuarios	-0.46	-1.18	0.41
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.00	-0.09	-0.48
Energéticos	0.06	-1.13	-1.44
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	1.82	1.20

Fuente: INEGI.

3. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

En esta sección se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros sostuvo que la economía mundial se mantuvo débil durante el segundo trimestre de 2016 y que el balance de riesgos para su crecimiento se deterioró respecto de la decisión anterior de política monetaria. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, todos señalaron que después del elevado crecimiento que presentó la actividad económica durante el primer trimestre del año, los indicadores disponibles sugieren que a principios del segundo trimestre, esta exhibió un menor dinamismo. En este contexto, la mayoría sostuvo que prevalecen condiciones de relativa holgura en la economía. La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía nacional se deterioró con respecto a la decisión anterior. También señaló que la inflación general anual se mantiene en niveles inferiores a la meta permanente, si bien la variación anual del índice subyacente ha continuado mostrando una tendencia al alza. Además, la mayoría anticipó que la inflación general aumente gradualmente para cerrar el año ligeramente por arriba de 3 por ciento. No obstante, consideró que es previsible que el promedio anual se ubique prácticamente en dicha cifra. La mayoría de los integrantes estimó que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria se deterioró respecto a la decisión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno destacó la atonía de la actividad económica global en el segundo trimestre de 2016 y la relacionó con un crecimiento menor al esperado en las economías avanzadas y un estancamiento de las emergentes en niveles bajos. Asimismo, algunos integrantes destacaron que las proyecciones de crecimiento para 2016 y 2017 han seguido disminuyendo. Un integrante aclaró que esta tendencia se ha observado a pesar de que diferentes países pasan por distintas fases de sus ciclos económicos.

Todos los integrantes afirmaron que las perspectivas de crecimiento mundial han sido afectadas por la reciente decisión del Reino Unido de dejar de pertenecer a la Unión Europea. La

mayoría aseveró que esto ha tenido consecuencias negativas sobre las perspectivas para el comercio y crecimiento globales, con sus correspondientes efectos en la confianza de los negocios y consumidores, así como en la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Un miembro añadió que esto ha afectado el precio de las materias primas, en un entorno en el que persiste preocupación sobre la reducción de las expectativas de inflación. Otro comentó que el resultado del referéndum del Reino Unido ha desencadenado pesimismo y una creciente incertidumbre sobre sus posibles repercusiones económicas y políticas a nivel global, agregando que la magnitud de este impacto es incierta y puede durar varios años. Adicionalmente, un integrante mostró preocupación de que dicho evento fuera una manifestación de una tendencia de mayor proteccionismo que, de generalizarse, podría causar un mayor deterioro en el intercambio comercial y un efecto muy significativo sobre el potencial del crecimiento en el mundo. Dado lo anterior, la mayoría de los miembros coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento global se deterioró con respecto a la decisión anterior.

La mayoría de los integrantes de la Junta mencionó que se estima que en Estados Unidos el crecimiento económico en el segundo trimestre del año fue superior al observado en los dos trimestres previos, como consecuencia del fortalecimiento del consumo y del avance gradual del sector de la vivienda. Sin embargo, añadió que persiste la debilidad de la inversión en equipo y estructuras. Algunos agregaron que, debido a la apreciación del dólar, no se observa evidencia de un repunte en las exportaciones netas o en la producción manufacturera. La mayoría destacó que el desempeño del mercado laboral ha sido mixto. En particular, uno de ellos notó que la tasa de desocupación ha continuado mostrando descensos adicionales, ubicándose alrededor de su nivel de largo plazo. Destacó que esto se ha dado en el contexto de una caída en la tasa de participación laboral y de una fuerte desaceleración en el ritmo de creación de empleos. La mayoría de los integrantes coincidió en que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta de la Reserva Federal. Uno de ellos puntualizó que las expectativas para la misma provenientes tanto de encuestas, como de instrumentos de mercado, se han reducido, y que la apreciación del dólar podría seguir ejerciendo presión a la baja sobre el componente importado de los precios. Anticipó que la actividad económica podría continuar creciendo a un ritmo moderado durante el segundo semestre

de este año y el siguiente. Sin embargo, añadió que el entorno de mayor incertidumbre derivado del resultado del referéndum en el Reino Unido puede afectar a la economía estadounidense, particularmente a través de su impacto en la cotización del dólar y en el crecimiento de algunos de sus socios comerciales.

En este contexto, la mayoría señaló que en su decisión de junio la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio y en sus pronósticos anticipó una trayectoria menor y más gradual de alzas en la tasa de fondos federales para este año y el próximo. Un integrante apuntó que se ha ampliado la divergencia entre las proyecciones de la tasa de interés de la Reserva Federal y las de los analistas, respecto a la implícita en los instrumentos de mercado, lo que podría generar más volatilidad en los mercados financieros. Adicionalmente, otro indicó que en un entorno tan incierto como el actual, la posibilidad de sorpresas en la implementación de la política monetaria estadounidense no puede descartarse. En contraste, otro miembro opinó que bajo las circunstancias actuales la probabilidad de que en el futuro próximo se presenten aumentos en la tasa de fondos federales es muy baja.

La mayoría de los miembros indicó que el resto de las economías avanzadas registró un crecimiento menor al esperado. Respecto a la zona del euro, dijo que se prevé un crecimiento económico para el segundo trimestre inferior al del primero, a lo que otro agregó que esto se dio tras un repunte en el primer trimestre del año. Un miembro comentó que el dinamismo de la producción continuó aumentando, a la vez que el desempleo disminuyó. No obstante, otro señaló que estas variables resultaron menores a lo que se anticipaba. Algunos integrantes puntualizaron que los acontecimientos recientes en el Reino Unido han afectado las perspectivas de crecimiento en la zona del euro. La mayoría destacó que se mantienen las preocupaciones acerca de la reducción en las expectativas de inflación en esta región. Uno enfatizó que tanto la inflación general, como la subyacente, siguen registrando niveles significativamente inferiores al objetivo, y otro señaló la posibilidad de que se presenten efectos de segundo orden sobre la determinación de los salarios. Sobre el Reino Unido, la mayoría anticipó que su decisión tendrá un efecto adverso importante en su actividad económica. Uno de ellos agregó que, a pesar de que no sea posible evaluar con precisión este impacto, es indudable que influirá negativamente en el empleo, en las finanzas

públicas y en el sistema financiero, tanto a corto como a largo plazo. Adicionalmente, otro miembro comentó que el referéndum añade incertidumbre hacia adelante, en particular, sobre la postura de política fiscal y comercial, entre otras, del Reino Unido. Finalmente, un miembro comentó que en Japón el ritmo de expansión de la actividad económica pareciera haberse desacelerado durante el segundo trimestre del año, y que la recuperación gradual que se espera en esta economía en los próximos meses podría verse afectada por la apreciación adicional del yen tras el "Brexit".

En este entorno, la mayoría precisó que se espera que los principales bancos centrales de países avanzados continúen con posturas monetarias acomodaticias, por un periodo aún más prolongado de lo previsto hasta hace poco. Un miembro especificó que la situación descrita en la zona euro ha incrementado la probabilidad de que el Banco Central Europeo extienda y/o intensifique las medidas de estímulo monetario en curso. Adicionalmente, otro señaló que existe incertidumbre sobre la postura de política monetaria del Banco de Inglaterra. Al respecto, algunos indicaron que es probable que esta autoridad implemente medidas de relajamiento monetario en el corto plazo. Uno de ellos puntualizó que estas medidas podrían llevarse a cabo a pesar del efecto que la fuerte depreciación de la libra esterlina podría tener sobre la inflación. Apuntó también que el Banco de Japón podría implementar próximamente medidas adicionales de estímulo monetario. Finalmente, un integrante puntualizó que la profundización de la expansión monetaria en las economías avanzadas no está exenta de problemas y, en particular, podría ir perdiendo credibilidad ante la percepción de una efectividad decreciente, a la vez de exacerbar riesgos para la estabilidad financiera.

Sobre las economías emergentes, la mayoría de los integrantes señaló que continúa el estancamiento de su actividad en niveles bajos. Algunos miembros destacaron que esto se ha dado en un contexto de debilidad del comercio mundial, de precios de materias primas todavía deprimidos, así como de vulnerabilidades internas y externas en algunas de estas economías, destacando China, Brasil, Rusia y Sudáfrica. Al respecto, uno de ellos sostuvo que algunos países podrían beneficiarse por el aumento en el precio de los energéticos. Otro integrante apuntó que las condiciones externas para los países emergentes se han deteriorado a partir de los sucesos en el Reino Unido, incrementando el

riesgo de que se desaceleren por sexto año consecutivo. Un miembro agregó que han continuado las revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento en estas economías, especialmente en América Latina. La mayoría subrayó que la incertidumbre sobre la situación económica y financiera de China sigue presente. En este sentido, un miembro mencionó que se ha observado cierta mejoría en esta economía, derivada de un mayor estímulo fiscal y monetario, lo que a su vez ha tenido un efecto positivo en el conjunto de economías emergentes, si bien alertó que estas medidas podrían ser insostenibles. Al respecto, otro miembro comentó que dichas políticas de estímulo han aumentado las vulnerabilidades macroeconómicas en este país, el cual sigue enfrentando importantes dificultades de orden estructural, por lo que persiste la posibilidad de que registre una desaceleración más pronunciada de lo previsto. Adicionalmente, un integrante advirtió que la cartera vencida en China podría traducirse en presiones fiscales importantes.

La mayoría comentó que se ha exacerbado la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en gran medida a raíz del resultado del referéndum en el Reino Unido. Un miembro agregó que este evento ha recrudecido el sentimiento de aversión al riesgo y que, en virtud de la complejidad del proceso de salida del mencionado país de la Unión Europea, es de esperarse que esto se convierta en un factor de nerviosismo por un período prolongado. La mayoría subrayó que esto ha llevado a una mayor demanda de activos seguros por parte de los inversionistas internacionales, por lo que se observó una reducción en las tasas de interés gubernamentales y corporativas en las economías avanzadas, sobre todo de Estados Unidos, Japón, Suiza y los países más fuertes de la zona del euro. Uno de ellos recalzó que como consecuencia del “Brexit” se redujo el precio de muchos activos financieros y la mayoría de las divisas se debilitó frente al dólar, con excepción del yen, que continuó fungiendo como moneda de refugio, y que el valor de la libra esterlina ha experimentado el mayor descenso de su historia moderna. Además, añadió que los mercados emergentes fueron significativamente afectados al continuar la salida de inversión extranjera de cartera y al aumentar las tasas de interés de mercado y los indicadores de riesgo crediticio soberano. Algunos integrantes coincidieron en que estos movimientos en los mercados financieros podrían convertirse en un factor de riesgo adicional, ya que las valoraciones de algunos activos parecen no responder a

condiciones fundamentales. Agregaron que esto podría llevar a correcciones abruptas de precios de activos financieros y, en particular, a una descompresión desordenada de las primas de riesgo. Uno de ellos comentó que otros indicadores de riesgo que podrían afectar en el futuro son el aumento de la duración de las carteras y la creciente proporción de valores con rendimiento negativo de países avanzados en poder de inversionistas institucionales. La mayoría de los miembros aseveró que existe la posibilidad de que la volatilidad financiera se acentúe ante nuevos riesgos, tanto de orden económico como geopolítico, como lo es el proceso electoral en Estados Unidos. Un miembro destacó la incertidumbre sobre la situación económica y financiera en China y el rumbo de la política monetaria en las economías avanzadas.

Todos los miembros coincidieron en que a principios del segundo trimestre de 2016 la actividad económica en México exhibió una disminución en su ritmo de expansión, después del elevado crecimiento que presentó durante el primer trimestre. En particular, destacaron que el consumo privado continúa su expansión, mientras que la inversión fija bruta y las exportaciones manufactureras siguieron mostrando un desempeño débil. Algunos integrantes atribuyeron la atonía de las exportaciones al menor dinamismo de la producción industrial estadounidense. Un miembro notó que, a pesar de su debilidad, la inversión interna muestra un comportamiento diferenciado entre sus distintos componentes.

Por el lado de la oferta, la mayoría observó una atonía más pronunciada en la producción industrial, en parte como reflejo del mencionado comportamiento adverso de las exportaciones manufactureras, a la vez que los servicios se desaceleraron. Dentro de la producción industrial, uno destacó que se mantuvo la pérdida de vigor de la producción de equipo de transporte, rubro que había venido siendo clave en la recuperación económica. Otro consideró que la depreciación observada del tipo de cambio no ha impulsado la producción manufacturera, ni las exportaciones como se esperaba. En este contexto, la mayoría de los miembros indicó que prevalecen condiciones de relativa holgura en la economía. En particular, uno de ellos destacó la ausencia de presiones de demanda en el mercado laboral.

Uno de los integrantes consideró que se han deteriorado las perspectivas económicas para este año, mientras que otro mencionó que si bien es de esperarse un crecimiento económico moderado en

los próximos meses, los riesgos a la baja para el crecimiento se han acentuado. Algunos integrantes destacaron aquellos relacionados con una menor producción industrial en Estados Unidos, así como con posibles repercusiones negativas derivadas del entorno global actual. En particular, uno de ellos advirtió riesgos relacionados con la decisión de Reino Unido de separarse de la Unión Europea, aclarando que aunque los vínculos económicos y financieros entre México y ese país son relativamente modestos, no puede descartarse la posibilidad de efectos indirectos de mayor importancia sobre la economía mexicana a través de distintos canales. Apuntó también otros riesgos a la baja relacionados con nuevos choques en la economía mundial, descensos adicionales de la producción de petróleo, un mayor debilitamiento de la inversión no residencial, así como bajos niveles de confianza de empresas y consumidores en México. Ante el entorno descrito, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró con respecto a la última decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros destacó que la inflación general anual se mantiene en niveles inferiores a la meta permanente. Algunos subrayaron que lo anterior se ha observado por 13 meses consecutivos, y resaltaron que la inflación general se ha beneficiado del buen comportamiento de la inflación no subyacente como resultado del bajo crecimiento de los precios de los productos agropecuarios. Sin embargo, reconocieron que los precios de estos productos pueden presentar alta volatilidad. Por otro lado, todos consideraron que la variación anual del índice subyacente ha continuado mostrando una tendencia al alza, situándose en la primera quincena de junio en niveles cercanos a 3 por ciento. La mayoría coincidió en que esto último se explica, principalmente, por el ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios, en parte derivado de la depreciación cambiaria. Adicionalmente, advirtió que ha sido notoria la reciente aceleración de los precios de las mercancías alimenticias, alcanzando un nivel de alrededor de 3.8 por ciento. Un miembro agregó que la inflación de mercancías generales también se encuentra alrededor de 4 por ciento y muestra una tendencia al alza y que, dado el comportamiento del tipo de cambio, esta tendencia probablemente no se revierta en los siguientes meses. Además, recalcó que la inflación de servicios, con excepción del componente de telecomunicaciones, está creciendo de manera importante. Por otra parte, la mayoría de los

integrantes subrayó que, hasta el momento, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Algunos añadieron que el traspaso del tipo de cambio a la inflación ha sido muy reducido y no ha afectado los precios de los bienes no comerciables. Sin embargo, uno de ellos resaltó que el creciente aumento del índice nacional de precios al productor refleja, en gran medida, los mayores costos asociados con la depreciación de la moneda nacional.

La mayoría notó que las expectativas de inflación provenientes de encuestas y las extraídas de instrumentos de mercado, tanto para horizontes de corto, como de mediano y largo plazo, continúan ancladas. Un miembro especificó que las correspondientes al largo plazo basadas en encuestas se mantienen ligeramente por encima de la meta. Asimismo, agregó que algunas expectativas basadas en indicadores de mercado, en particular las de plazos relativamente menos largos, están mostrando cierto aumento. Sin embargo, añadió que resulta difícil determinar en qué medida su trayectoria está influenciada por distintos factores de riesgo.

Para los siguientes meses, la mayoría de los miembros espera que la inflación general anual aumente gradualmente, para cerrar el año ligeramente por arriba del 3 por ciento. Destacó que, en todo caso, es previsible que el promedio anual se ubique prácticamente en dicha cifra. Consideró 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, así como a la evolución de las referencias internacionales de este energético. Un miembro añadió que esta dinámica también responde al efecto de la depreciación del tipo de cambio en los precios internos de la gasolina. Respecto a la inflación subyacente anual, la mayoría mencionó que sigue previéndose que aumente de manera paulatina a lo largo de este año. Uno sostuvo que se espera que esta finalice 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento, mientras que otro integrante especificó que se prevé que la inflación subyacente se encuentre por encima de la meta de 3 por ciento en la segunda mitad del año. Para 2017, la mayoría 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 se deterioró respecto a la decisión anterior. Adicionalmente, algunos consideraron que este balance continúa siendo al alza. Sobre los riesgos en esta dirección, todos alertaron que existe la posibilidad de que la depreciación de la moneda nacional exacerbe la tendencia creciente de la inflación subyacente y afecte la trayectoria de la no subyacente, a lo que la mayoría puntualizó que esto podría darse a través de los precios de los energéticos. Un miembro argumentó que, a raíz de la decisión del Reino Unido, la posibilidad de un mayor impacto del tipo de cambio en la inflación ha aumentado. Algunos añadieron que, ante una mayor y más prolongada depreciación, no se puede descartar el riesgo de efectos no lineales y asimétricos del tipo de cambio en los precios. Asimismo, uno de ellos señaló que el aumento en los precios al productor podría estar adelantando futuras presiones de inflación que enfrentaría el consumidor. Algunos sostuvieron que existe un riesgo al alza de que se materialicen presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada. Adicionalmente, la mayoría de los integrantes comentó que el déficit de la cuenta corriente está aumentando, lo que según un miembro pudiera propiciar presiones adicionales sobre el tipo de cambio, y esto, a su vez, podría afectar el proceso de formación de precios en la economía. Finalmente, la mayoría sostuvo que tampoco se pueden descartar aumentos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de que se presenten reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y la electricidad, como consecuencia de las reformas estructurales. Adicionalmente, mencionó que existe la posibilidad de que la moneda nacional llegase a revertir parte de la depreciación que ha acumulado a la fecha, y que la actividad económica nacional presente un dinamismo menor al anticipado, lo que limitaría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que desde la última reunión de política monetaria, la cotización de la moneda nacional sufrió una depreciación significativa, en un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales. Asimismo, la mayoría concordó en que las tasas de interés internas a todos los plazos mostraron incrementos. Señaló que estos fenómenos respondieron de manera

importante a factores externos, entre los que destaca la expectativa (no materializada) de un paso adicional hacia la normalización de la postura monetaria en Estados Unidos y, más recientemente, al resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Un integrante agregó que el desempeño del peso es resultado, en parte, de que la amplia liquidez de los mercados cambiario y de valores en moneda nacional estimula su uso como mecanismo de cobertura de riesgos de otras economías emergentes. Agregó que es poco probable que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales como consecuencia del “Brexit” se disipe en el corto plazo, por lo que el tipo de cambio podría registrar niveles por encima de lo esperado hasta hace poco, además de una mayor volatilidad. Mencionó que, en este contexto, las expectativas de los analistas para la paridad peso-dólar para el cierre de este año se han ajustado al alza. La mayoría concordó en que la evolución reciente del peso también pudiera estar reflejando ciertas preocupaciones en torno a los fundamentos económicos de México. Al respecto, algunos miembros mencionaron las preocupaciones en torno al déficit de la cuenta corriente y la solidez de las finanzas públicas. Uno de ellos destacó que los indicadores de riesgo de crédito soberano para México se han incrementado y las tenencias de valores gubernamentales de largo plazo por parte de no residentes han disminuido recientemente, si bien de manera moderada. Añadió que lo anterior hace relevante la implementación cabal de los ajustes fiscales y de la reforma energética. Otro mencionó que el tipo de cambio real ha funcionado como amortiguador de los choques externos que han impactado a la economía mexicana y que es deseable que continúe desempeñando esta función ante los riesgos que prevalecen en el entorno internacional. En este sentido, concluyó que una mayor consolidación fiscal junto con presiones inflacionarias bajas, permitiría un ajuste más eficiente del tipo de cambio real. En lo que corresponde al desempeño de las tasas de interés, un miembro mencionó que los diferenciales de tasas de interés de largo plazo entre México y Estados Unidos aumentaron de manera importante, si bien la prima por plazo en México se ha venido reduciendo. Resaltó que esta prima registró una importante disminución después del anuncio de política monetaria del 17 de febrero y que ha continuado reduciéndose ante la creciente expectativa de que el Banco de México realice un ajuste adicional en su tasa de política monetaria. Dado lo anterior, advirtió que los instrumentos de mercado ya están descontando que el Banco de

México reaccione ante la situación macroeconómica que está imperando.

En ese contexto, un miembro destacó que cobra relevancia analizar la sostenibilidad de la actual estructura de la producción y del gasto en la economía mexicana. Comentó que de continuar como hasta ahora, esta podría no ser sostenible. En particular, ha disminuido la participación de las manufacturas dentro del Producto Interno Bruto, mientras que la correspondiente a los servicios ha aumentado. Adicionalmente, por un lado, el consumo ha venido ganando participación y, por otro, la inversión privada en los últimos trimestres ha estado estancada y se anticipa que así siga. Agregó que lo anterior podría tener implicaciones sobre el creciente déficit de la cuenta corriente en este país. En particular, indicó que este ha venido creciendo desde 2006, y destacó que esto evidentemente refleja que el crecimiento del gasto ha sido mayor que el del ingreso, lo cual de no corregirse pudiera representar un problema hacia adelante. En efecto, consideró como riesgos el creciente déficit de la cuenta corriente, así como la cambiante estructura del gasto en la economía. Adicionalmente, comentó que la estructura del financiamiento de la cuenta corriente es endeble debido a que depende, en cierta medida, de flujos de capital de corto plazo, en un contexto de políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y de continuos episodios de mayor aversión al riesgo que pudieran afectar los flujos hacia las economías emergentes. No obstante, aclaró que la cuenta corriente todavía no se encuentra en niveles que pudieran preocupar excesivamente. Otro integrante destacó que las perspectivas de bajos precios del petróleo y las posibles reducciones adicionales en la extracción de petróleo podrían exacerbar el deterioro de la cuenta corriente. En este sentido, la mayoría de los miembros de la Junta mostró preocupación por el nivel actual del déficit. En este contexto, todos destacaron que el anuncio de la Secretaría de Hacienda de un recorte adicional en el gasto público federal fue un paso en la dirección correcta, a lo que uno de ellos añadió que el menor gasto ya empieza a verse reflejado en las cuentas nacionales. No obstante, la mayoría advirtió que dada la incertidumbre externa y el desempeño durante los últimos años de los requerimientos financieros del sector público, serían deseables acciones adicionales de consolidación en las finanzas públicas, tal como procurar un superávit primario a partir de 2017. En este sentido, destacó que para mantener la viabilidad del financiamiento de la cuenta corriente y enfrentar de mejor manera

al entorno internacional adverso, es necesario continuar con el ajuste macroeconómico, mantener fundamentos económicos sólidos y continuar implementando las reformas estructurales. Un miembro añadió que también es indispensable estar preparados para implementar acciones adicionales en materia financiera y estructural, en la medida en que las circunstancias lo requieran. Otro miembro notó que esto le permitirá a México diferenciarse de los demás países emergentes.

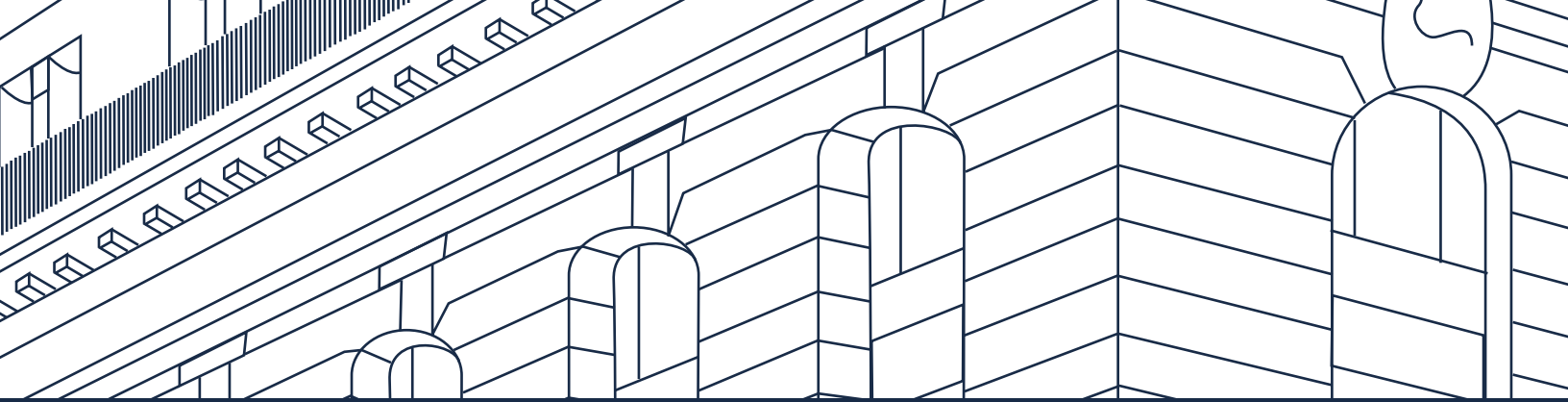
La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que el Banco de México, al conducir la política monetaria, enfrenta un entorno muy complejo. Señaló que si bien la información disponible continúa sugiriendo un escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo congruente con la meta permanente de 3 por ciento, las condiciones externas se han deteriorado de manera importante, situación que puede afectar adversamente el comportamiento futuro de la inflación. Así, coincidió en la necesidad de ajustar la postura de política monetaria y con ello evitar que la depreciación de la moneda nacional observada durante los últimos meses y los ajustes de algunos precios relativos, se traduzcan en un desanclaje de las expectativas de inflación en nuestro país. Entre los argumentos que justifican esta acción, la mayoría de los integrantes señaló que existe la perspectiva de un período prolongado de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante los eventos recientes en el Reino Unido, con posibles implicaciones sobre el tipo de cambio, y a la postre sobre la inflación y sus expectativas, situación que podría verse acentuada conforme avance el proceso electoral en Estados Unidos. En este sentido, algunos miembros agregaron que los riesgos geopolíticos han aumentado y, por lo tanto, no es posible descartar futuros eventos adversos con potenciales impactos severos sobre la inflación. Señalaron que en este entorno, las políticas fiscal y monetaria son herramientas indispensables para fortalecer los fundamentos económicos de México. Dado el rezago con el que opera la política monetaria, sería aconsejable ajustarla cuanto antes, enviando una señal inequívoca del compromiso del Banco de México con el fortalecimiento de la postura macroeconómica del país a través de consolidar la convergencia de la inflación a su objetivo permanente. Un miembro agregó que, en particular, el cambio en la postura de la política monetaria es indispensable ante las complicaciones que pudieran resultar bajo las circunstancias actuales del alza anunciada de los precios de la gasolina; de la señal adversa que se estaría enviando de no

apretarse la política monetaria ante los riesgos evidentes para la inflación y sus expectativas; del hecho de que un incremento de la tasa de interés de política monetaria ya está en buena medida descontado por analistas y el mercado; y de la persistencia de condiciones monetarias muy relajadas debido a la fuerte depreciación del peso, lo que debería atenuar el efecto de mayores tasas de interés sobre la actividad económica. Otro integrante mencionó que el ajuste en la tasa de política monetaria contribuiría a realinear el gasto en la economía con el nivel de ingreso. En este sentido, añadió que es recomendable que el ajuste en la estructura del gasto sea a través de una disminución en el ritmo de expansión del consumo privado que complemente los ajustes en el gasto público, lo que permitiría un mayor gasto en inversión. El propósito de ello sería asegurarse de que la expansión del consumo privado sea sostenible. Explicó que lo anterior se puede lograr a través del cambio en precios relativos inducido por el aplanamiento de la curva de rendimientos. Por otro lado, agregó que el cambio en la postura monetaria es en parte remedial, al moderar los riesgos de presiones sobre la inflación por el lado de la demanda, si bien también en parte es preventiva, ante los riesgos geopolíticos que pudieran materializarse hacia adelante. Puntualizó que un ajuste en la política macroeconómica como el que se está llevando a cabo también permitiría contribuir a liberar presiones sobre el tipo de cambio y, por tanto, su posible efecto en la inflación. Finalmente, todos los miembros de la Junta de Gobierno enfatizaron que la decisión de ajustar la política monetaria responde exclusivamente a la intención de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, objetivo prioritario que marca la Constitución Política al accionar del Banco de México, basado en la premisa de que el mantenimiento de una inflación baja y estable representa la mejor contribución que el banco central puede hacer al crecimiento económico. En todo caso, la política monetaria continuará actuando con oportunidad, flexibilidad y con la profundidad que las circunstancias lo vayan ameritando, ante cualquier factor que pueda poner en peligro la consolidación de la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Si bien la información disponible todavía sugiere un escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo congruente con la meta permanente de 3 por ciento, las condiciones externas se han deteriorado de manera importante, situación que puede afectar adversamente el comportamiento futuro de la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 4.25 por ciento. Con esta acción, se busca evitar que la depreciación de la moneda nacional observada durante los últimos meses y los ajustes de algunos precios relativos, se traduzcan en un desanclaje de las expectativas de inflación en nuestro país.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. En este contexto, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y del comportamiento del déficit de la cuenta corriente. Asimismo, no descuidará la evolución de la brecha del producto. Esto con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento, con toda flexibilidad en cuanto al monto y oportunidad de los ajustes, según las condiciones lo requieran.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de julio de 2016

