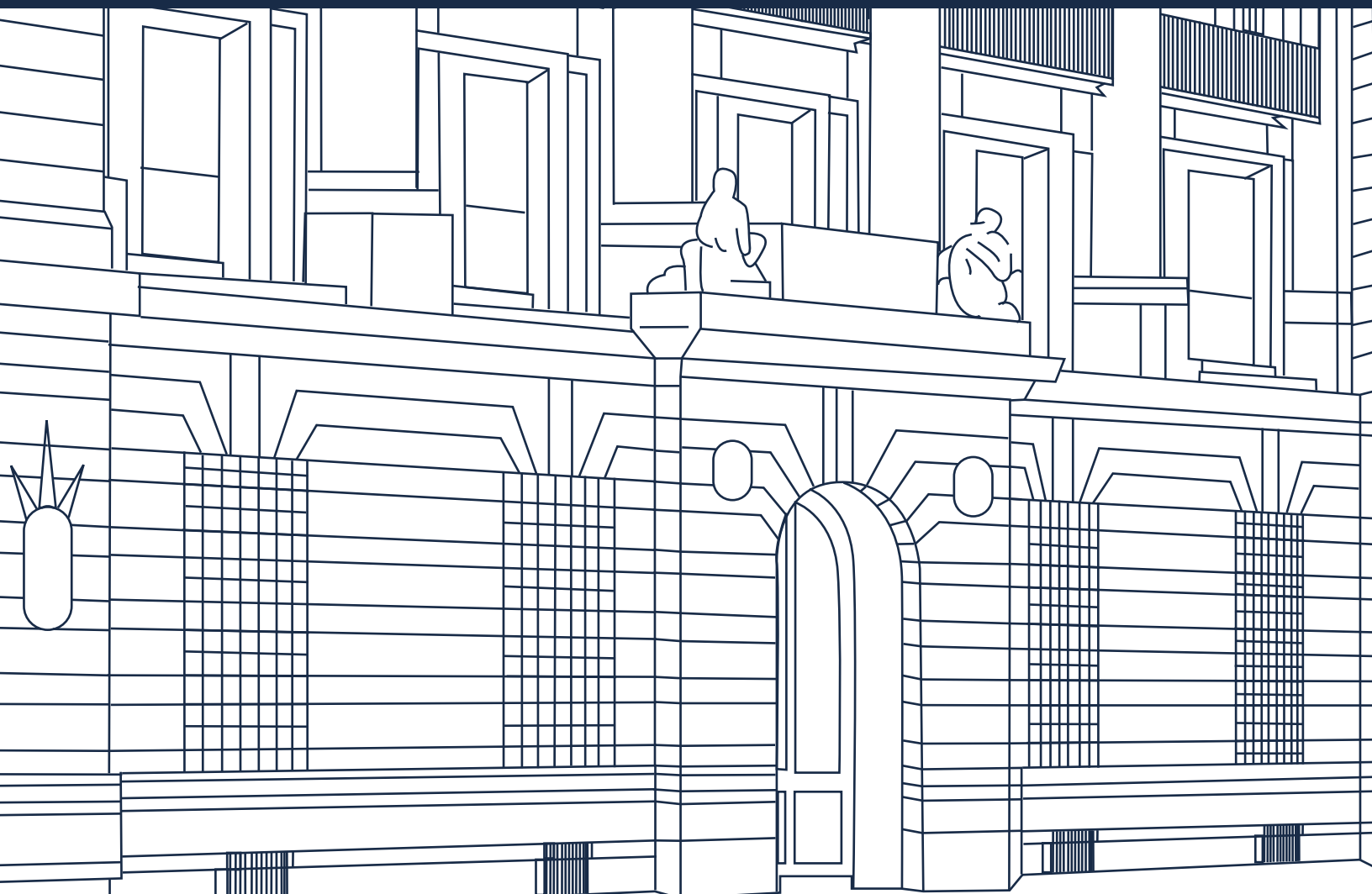




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 48

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 15 de diciembre 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: 15 de diciembre 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. José Antonio Meade Kuribreña, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

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

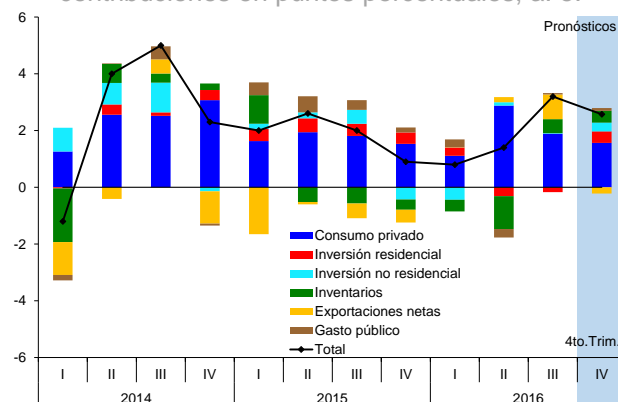
La recuperación de la actividad económica mundial que se observó en el tercer trimestre de 2016 parece haber continuado a principios del cuarto. No obstante, aún prevalece una elevada incertidumbre con respecto a las medidas que el próximo gobierno de Estados Unidos podría implementar y las implicaciones que pudieran tener para el crecimiento de ese país y de la economía mundial. En particular, la fuerte alza en las tasas de interés de largo plazo

en las economías avanzadas, ante la expectativa de que se implemente una política fiscal muy expansionista en Estados Unidos, aunada a la posibilidad de que se adopten políticas que obstaculicen el comercio exterior y desincentiven la inversión, han acentuado las vulnerabilidades de algunas de las principales economías emergentes. Además, la zona del euro enfrenta importantes riesgos geopolíticos que pudieran repercutir sobre sus perspectivas de crecimiento, incluyendo la incertidumbre sobre el proceso de negociación para la salida del Reino Unido de la Unión Europea y los resultados del referéndum constitucional en Italia. Este último evento podría complicar el proceso de saneamiento del sistema bancario de ese país. Así, el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial se mantiene sesgado a la baja.

Luego del repunte observado en el crecimiento del PIB en el tercer trimestre, la información disponible apunta a que en Estados Unidos persistirá la expansión en el cuarto, si bien a una menor tasa de variación (Gráfica 1). Esto obedecería a una moderación en el crecimiento del consumo privado y, posiblemente, a una contribución negativa de las exportaciones netas. En contraste, la inversión en equipo parece haber iniciado una recuperación, luego de un período prolongado de debilidad.

Gráfica 1
EUA: PIB Real y Componentes

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



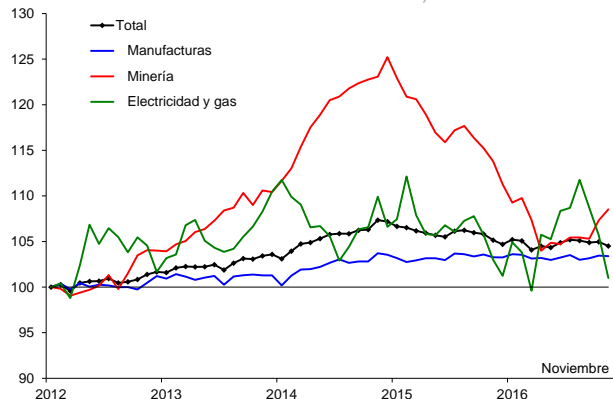
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Federal Reserve Bank of Atlanta (GDPNow).

A pesar de la recuperación del PIB, la producción industrial en Estados Unidos continuó estancada durante el periodo octubre-noviembre. Esto se debió fundamentalmente a la caída en el sector de generación de electricidad y gas como resultado de un clima inusualmente cálido. Por el contrario, los sectores manufacturero y de minería registraron una expansión, la cual reflejó una mayor actividad de

extracción de petróleo y gas y una mayor producción de equipo para dichas actividades, ante la recuperación en los precios del petróleo (Gráfica 2).

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



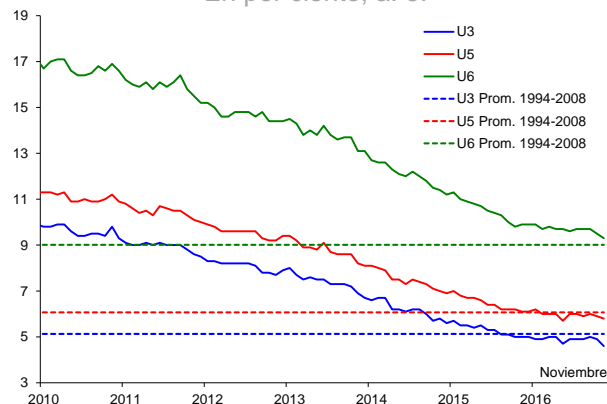
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En este entorno, el mercado laboral estadounidense siguió mejorando durante noviembre. En particular, la nómina no agrícola se expandió en casi 180 mil plazas, cifra similar al promedio mensual observado a lo largo del año. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó a 4.6 por ciento de la fuerza laboral, con lo que alcanzó su nivel más bajo desde junio de 2007 y se ubicó por debajo de lo que la Reserva Federal considera como su nivel de largo plazo (Gráfica 3). Si bien el ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales se moderó con respecto a lo observado en octubre, estas han mantenido una tendencia ascendente desde principios de 2015. En este contexto, dado el bajo crecimiento de la productividad, el aumento en los salarios ha conducido a que los costos laborales unitarios hayan incrementado su ritmo de crecimiento, lo que posiblemente se reflejará hacia adelante en mayores presiones inflacionarias.

En la zona del euro, la actividad económica continuó recuperándose durante el cuarto trimestre. La principal fuente de crecimiento ha seguido siendo la demanda interna y, en particular, el consumo privado. A su vez, el mayor aumento del consumo ha obedecido a la mejoría en el empleo y en los niveles de confianza de las familias (Gráfica 4). En este mismo sentido, la tasa de desempleo se ubicó en octubre en su nivel más bajo en siete años. No obstante, diversos indicadores sugieren que aún existe holgura en el mercado laboral, lo cual es congruente con la reducida presión observada en los salarios.

Gráfica 3
EUA: Medidas de Desempleo
En por ciento, a. e.

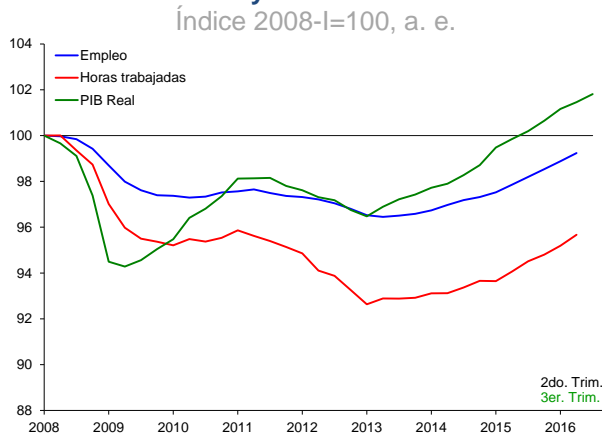


Nota U3 es la tasa de desempleo, U5 es los desempleados más los trabajadores desalentados y trabajadores marginados y U6 es U5 más los empleados de tiempo parcial por razones económicas.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS.

Gráfica 4
Zona del Euro: Empleo, Horas Trabajadas y PIB Real
Índice 2008-I=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BCE y Haver Analytics.

Las economías emergentes continuaron mostrando una gradual reactivación, si bien persisten riesgos a la baja ante la perspectiva de un deterioro en las condiciones financieras globales.

En general, los precios internacionales de las materias primas continuaron incrementándose durante las últimas semanas. Por un lado, se observó un fuerte repunte en los precios del petróleo, tras ratificarse el acuerdo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de recortar la producción en 1.2 millones de barriles diarios y limitar la producción en 2017 a 32.5 millones de barriles diarios, con el objetivo de

acelerar la desacumulación de inventarios. Esta tendencia alcista se acentuó ante el acuerdo de algunos países productores no miembros de la OPEP de recortar su producción en 558 mil barriles diarios. Por otro lado, los precios de los metales industriales siguieron mostrando una sólida recuperación ante una mejoría en las perspectivas para la industria china, así como ante las expectativas de un impulso al gasto en infraestructura por parte de la nueva administración de Estados Unidos. En contraste, los precios de los granos permanecen en niveles bajos debido a la elevada acumulación de inventarios.

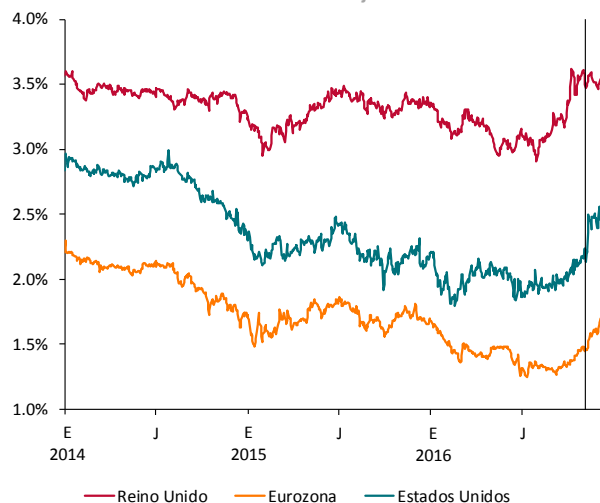
2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación en las principales economías avanzadas aumentó ligeramente en los últimos meses, reflejando los incrementos recientes de los precios de la energía. Lo anterior, en conjunto con el incremento de las expectativas de inflación en Estados Unidos como resultado de los anuncios (parciales) por parte de la nueva administración de un programa fiscal sumamente expansivo, hace prever mayores presiones inflacionarias hacia delante a nivel global (Gráfica 5). En este contexto, se anticipa una política monetaria menos acomodaticia en la gran mayoría de los países.

Conforme se preveía, la Reserva Federal decidió en su reunión de diciembre aumentar el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.25-0.5 por ciento a 0.5-0.75 por ciento en vista de los avances alcanzados y esperados en las condiciones del mercado laboral y de la inflación. En su comunicado señaló que, a pesar del incremento en la tasa de fondos federales, la postura monetaria seguirá siendo acomodaticia y que el ciclo de alzas de dicha tasa será gradual, por lo que continuarán apoyando un fortalecimiento adicional del mercado laboral y el logro de la meta de inflación de 2 por ciento. Los miembros de la Reserva Federal revisaron marginalmente a la baja sus pronósticos para la tasa de desempleo y ligeramente al alza los de crecimiento, en tanto que continúan esperando que la meta de inflación de 2 por ciento se alcance en 2018. Además, revisaron al alza la trayectoria esperada de la tasa de fondos federales, con la mediana de las previsiones sugiriendo tres alzas en 2017, en lugar de dos, como antes se anticipaba. Para 2018 y 2019, siguen anticipando tres alzas en la tasa de referencia. En conferencia de prensa la presidenta del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, Janet Yellen, indicó que algunos miembros incorporaron en sus pronósticos cambios

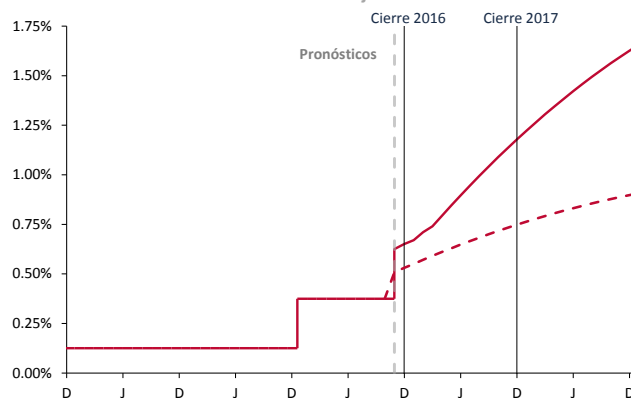
en la política fiscal que pudiera implementar la nueva administración, aunque advirtió que es aún muy pronto para evaluar posibles impactos sobre la economía. Por su parte, los instrumentos de mercado sugieren más de dos incrementos en la tasa de referencia el próximo año, lo que contrasta con la expectativa previa a las elecciones de que la tasa de fondos federales permaneciera sin cambio en 2017 (Gráfica 6).

Gráfica 5
Estados Unidos: Trayectoria de la tasa de fondos federales implícita en la curva OIS*
Porcentaje



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). La línea negra representa el día de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

Gráfica 6
Estados Unidos: Trayectoria de la tasa de fondos federales implícita en la curva OIS*
Porcentaje



Fuente 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.

El Banco Central Europeo (BCE) decidió en su reunión de diciembre extender su programa de compra de activos hasta finales de 2017, pero reducir a partir de abril del próximo año el ritmo de compras del mismo de 80 a 60 mil millones de euros. No obstante, indicó que, en caso de que las perspectivas se deterioren en los próximos meses o si las condiciones financieras se tornen inconsistentes con el objetivo de alcanzar avances sostenidos en el logro de la meta de inflación, aumentaría y/o extendería el programa de compra de valores. Además, en esta reunión se anunciaron cambios en las reglas de elegibilidad del programa de compra de activos que entrarán en vigor a partir de enero de 2017, entre los que destacan la ampliación del rango de vencimiento de los títulos elegibles, así como la posibilidad de comprar bonos con rendimientos por debajo de la tasa de depósito del BCE.

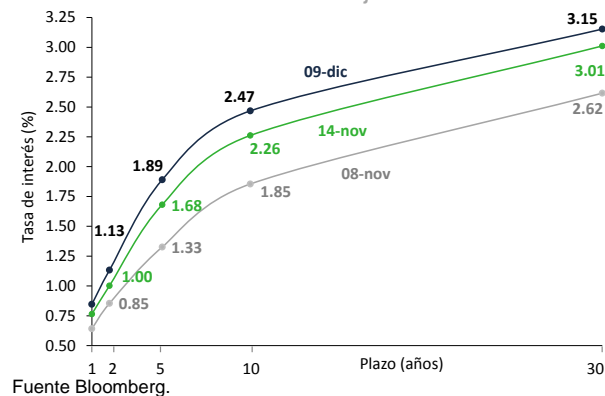
En las últimas semanas, el Banco de Japón ha reiterado su compromiso de implementar un fuerte estímulo monetario con el objetivo de alcanzar la meta de inflación de dos por ciento en 2018. Sin embargo, si bien se espera que la inflación y sus expectativas se mantengan en niveles bajos, la considerable depreciación experimentada por el yen luego del resultado de las elecciones en Estados Unidos, pudiera contribuir a reducir la necesidad de adoptar estímulos monetarios adicionales.

Finalmente, el Banco de Inglaterra está enfrentando el reto asociado con el hecho de que la depreciación de la libra ha resultado en un considerable aumento de las expectativas de inflación, en un contexto en el que los riesgos de un debilitamiento de la actividad económica podrían materializarse ante la salida de Reino Unido de la Unión Europea. Al respecto, algunos miembros del comité de política monetaria de ese instituto central han afirmado que estarían dispuestos a tolerar una inflación por encima de su objetivo durante cierto tiempo. En este contexto, dicha institución en su decisión de diciembre mantuvo sin cambio su tasa de referencia.

En los mercados financieros internacionales continuó la recomposición de las carteras de inversión que inició tras el resultado de las elecciones presidenciales de Estados Unidos. No obstante, los mercados han presentado un comportamiento más estable al observado en los días inmediatos posteriores a las elecciones estadounidenses. En particular, en los mercados de renta fija las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos continuaron presentando una tendencia alcista, aumentando entre 10 y 20 puntos

base a lo largo de la curva de rendimientos, ante la expectativa de una política fiscal más expansiva y un repunte de la inflación en ese país (Gráfica 7). Por el contrario, las tasas de interés de los bonos gubernamentales de países europeos y de Japón presentaron pocos cambios ante la expectativa de que la política monetaria en dichas regiones se mantenga acomodaticia.

Gráfica 7
Estados Unidos: curva de rendimientos de los instrumentos del Tesoro
Porcentaje



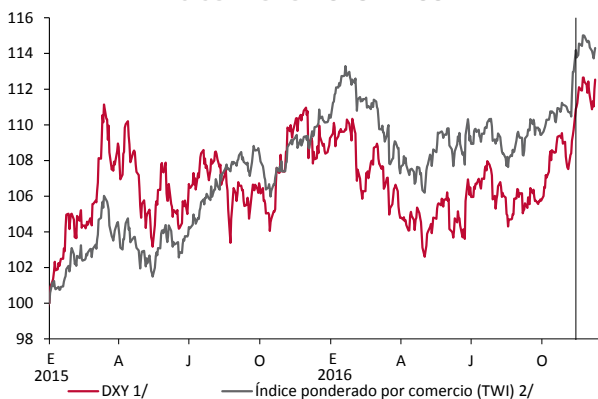
Por su parte, en los mercados cambiarios, el dólar continuó apreciándose frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 8), impulsado por la perspectiva de un mayor crecimiento en Estados Unidos el año entrante; el aumento relativo de las tasas de interés en ese país frente a otros países desarrollados; y la expectativa de que se acentúe la divergencia de los ciclos de política monetaria en las principales economías. En efecto, el dólar alcanzó su nivel más apreciado desde 2003.

Finalmente, los índices accionarios mostraron avances adicionales ante las expectativas más optimistas de crecimiento económico en 2017 para las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, por ejemplo, los principales índices alcanzaron niveles históricamente altos, tras avanzar cerca de 5 por ciento luego del resultado de las elecciones en ese país. Lo anterior, ante la perspectiva de un entorno fiscal y regulatorio más favorable para el sector corporativo.

Hacia delante, además de la incertidumbre respecto de las políticas económicas que podrían implementarse en Estados Unidos en los siguientes años, aún persiste una serie de factores de riesgo que podrían comprometer la estabilidad de los mercados financieros. El más evidente para 2017 es el riesgo que conlleva la serie de elecciones

parlamentarias y presidenciales en Europa, donde los partidos con plataformas nacionalistas anti-europeas han tomado fuerza. Además, los efectos de la salida de Reino Unido de la Unión Europea y las vulnerabilidades del sector financiero en Europa y China también podrían ser factores de preocupación durante el próximo año. Finalmente, una descompresión de las primas por plazo abrupta podría generar riesgos a la estabilidad financiera, en un contexto en el cual los inversionistas parecerían tener una alta exposición al riesgo de tasas de interés.

Gráfica 8
Evolución de índices del dólar: DXY* e índice ponderado por comercio**
 Índice 1-ene-2015 = 100



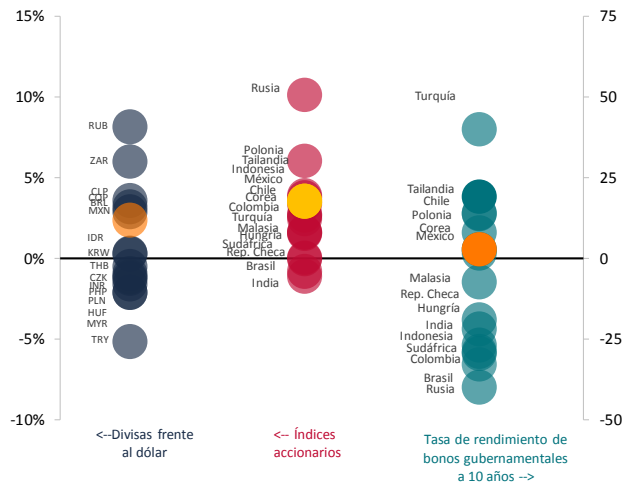
Fuente Bloomberg.
 1/Índice DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base=100. 2/Índice "TWI" de la Reserva Federal; principales socios comerciales: China (21.3%), Eurozona (16.38%), Canadá (12.7%), México (11.9%), Japón (6.9%), Corea del Sur (3.9%), Reino Unido (3.35%). La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada del comité política monetaria de Banco de México.

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes la inflación se mantuvo en niveles bajos o disminuyó, aunque en el caso de algunos países de América Latina continuó por arriba de sus respectivas metas de inflación. Si bien se esperaba que las perspectivas favorables de inflación contribuyeran a una postura más acomodaticia por parte de los bancos centrales de mercados emergentes, la incertidumbre derivada del resultado del proceso electoral en Estados Unidos provocó que algunos bancos centrales se abstuvieran de hacer cambios en su postura de política monetaria.

Los precios de los activos financieros de países emergentes también presentaron un comportamiento más estable que el observado en los días posteriores a la elección presidencial en Estados Unidos. Inclusive, los mercados cambiarios,

accionarios y de renta fija de los países emergentes mostraron en general un comportamiento ligeramente positivo (Gráfica 9), revirtiendo marginalmente las importantes pérdidas observadas a principios de noviembre. No obstante, los indicadores más oportunos continúan sugiriendo retiros de capitales por parte de inversionistas extranjeros de los mercados de renta fija de países emergentes (Gráfica 10). Adicionalmente, persiste entre los inversionistas un alto grado de incertidumbre respecto a los elementos que formarán parte de la plataforma de gobierno de la nueva administración estadounidense, por lo que no se descarta la posibilidad de que pudieran observarse nuevos episodios de volatilidad en las próximas semanas que incidan sobre el comportamiento de los activos financieros de economías emergentes.

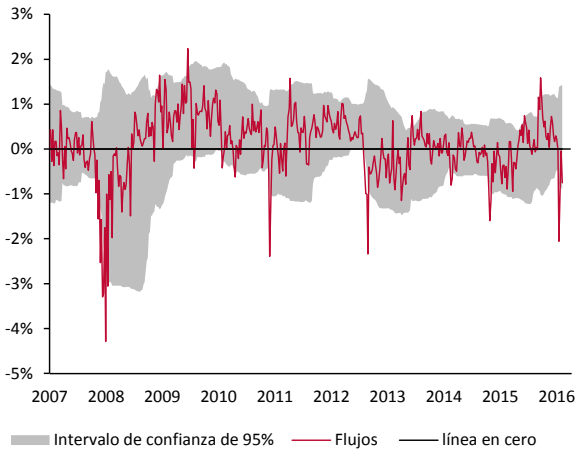
Gráfica 9
Desempeño de activos emergentes seleccionados del 14 de noviembre al 12 de diciembre de 2016
 Porcentaje, puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 10
Flujos de fondos dedicados a mercados emergentes en renta fija

Porcentaje de activos bajo administración



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

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los mercados financieros en el país registraron un comportamiento positivo, luego del deterioro que se observó tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos. En efecto, el peso mexicano registró una moderada apreciación, de alrededor de 2 por ciento (Gráfica 11). Este desempeño se atribuye a una mejora en el sentimiento de aversión al riesgo, a la reciente estabilización de los precios de los energéticos y al resultado de la Ronda 1.4 del proceso de licitaciones públicas para la exploración y extracción de hidrocarburos en México y a las medidas de política monetaria adoptadas por este Instituto Central. No obstante, los diferenciales de compra-venta se mantienen en niveles más elevados que los observados en promedio en 2016 (Gráfica 12).

En lo que respecta al mercado de renta fija, en respuesta inmediata al resultado del proceso electoral en Estados Unidos las condiciones de operación se deterioraron de manera muy importante (Gráfica 13). Durante las dos semanas posteriores a la elección las tasas de interés continuaron presentando una alta volatilidad, aunque durante los últimos días las variaciones en las diferentes tasas de rendimientos han sido más moderadas (Gráfica 14). No obstante, destaca que los niveles de tasas de interés se mantienen cercanos a los máximos de los últimos cinco años. A

pesar de lo anterior, no se ha observado una recomposición importante de las carteras de inversionistas extranjeros, quienes, por el contrario, han continuado incrementando marginalmente su exposición en activos denominados en pesos de mediano y largo plazo (Gráfica 15).

Gráfica 11
Tipo de cambio del peso mexicano
 Pesos por dólar

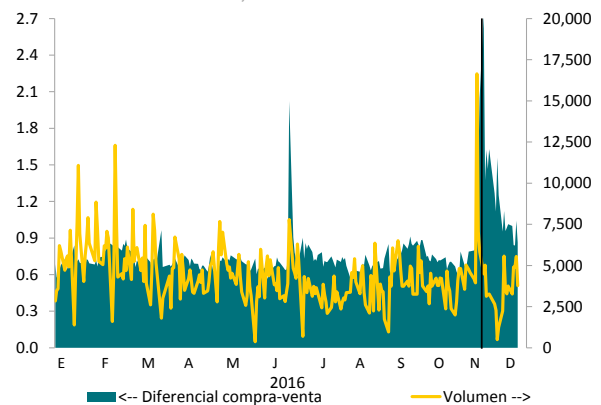


Nota: Corresponde a cotizaciones cada minuto del tipo de cambio. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 12
Diferencial de compra venta y volumen operado del peso mexicano

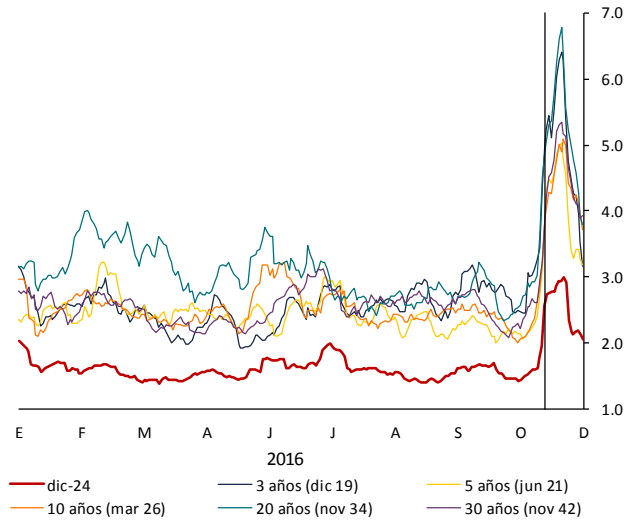
Centavos; millones de dólares



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

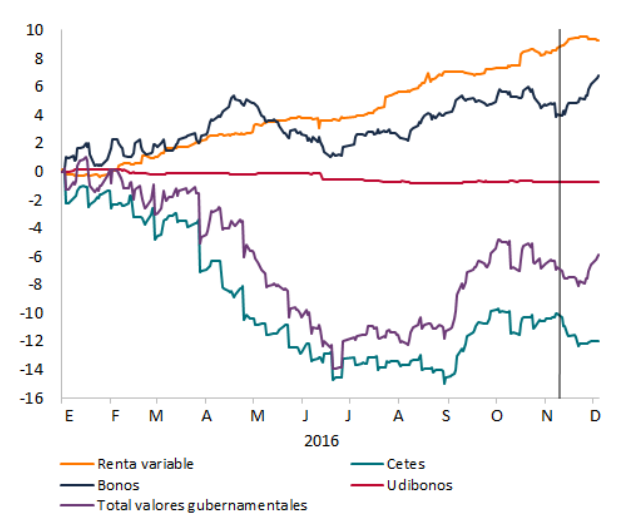
Fuente: Reuters.

Gráfica 13
Diferencial de posturas de compra-venta para bonos gubernamentales seleccionados
 Puntos base (promedio móvil 10 días)



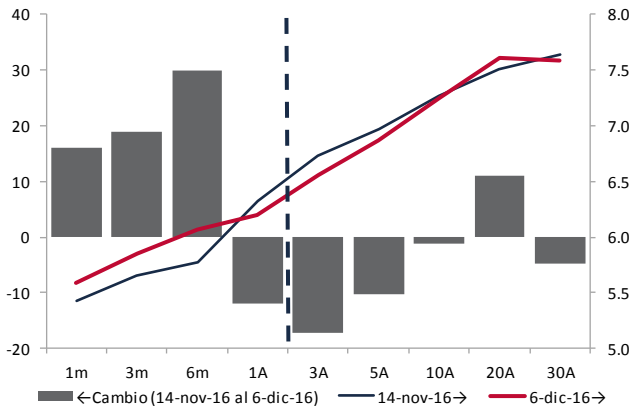
Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 15
Flujos por tenencia de inversión extranjera en valores gubernamentales y renta variable
 Flujos acumulados en miles de millones de dólares



Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México e Indeval.

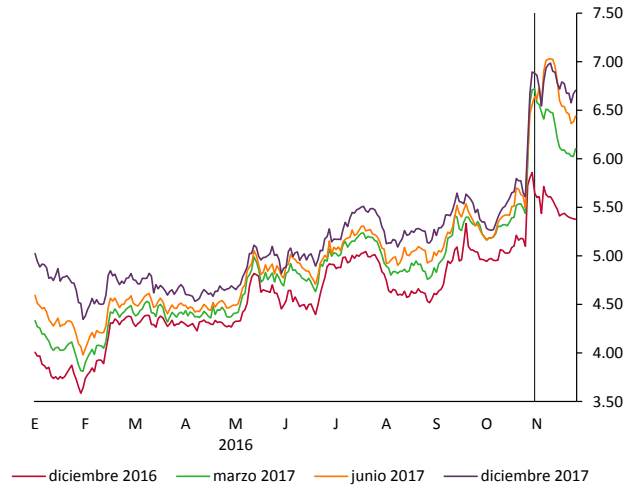
Gráfica 14
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija
 Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP.

Finalmente, las expectativas respecto al rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos anticipan un incremento de 25 puntos base en la tasa de referencia para la decisión de diciembre y un incremento de alrededor de 120 puntos base a lo largo de 2017 (Gráfica 16).

Gráfica 16
Tasa de fondeo “forward” implícita en la curva de swaps de TIIE a 28 días
 Porcentaje



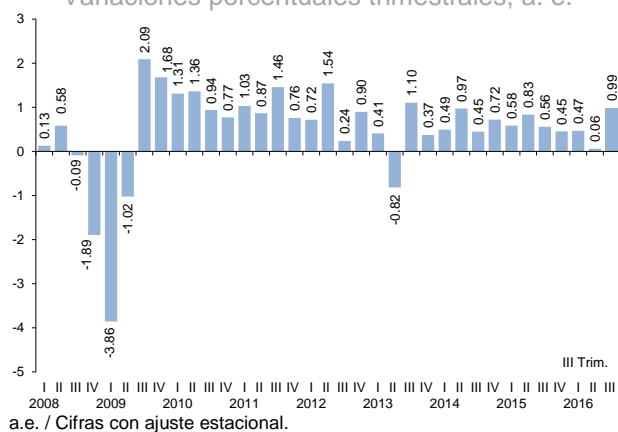
Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

2.2.2. Actividad económica

En el tercer trimestre de 2016, la economía mexicana mostró una recuperación moderada, luego del bajo crecimiento que se registró en el segundo trimestre (Gráfica 17). No obstante, si bien la información relativa al cuarto trimestre es aún limitada, esta apunta a un menor crecimiento del PIB en ese periodo, en relación a lo observado en el periodo julio-septiembre.

Gráfica 17
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

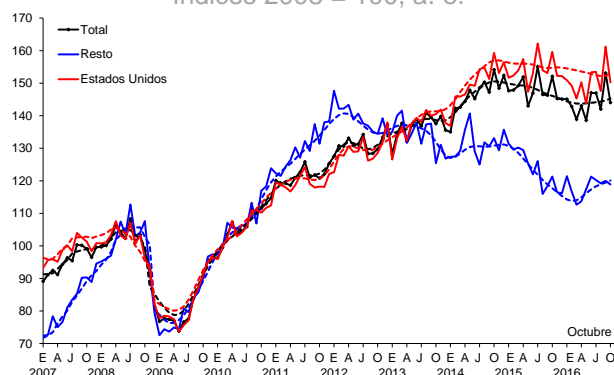
En efecto, el incipiente aumento en la actividad global influyó para que la demanda externa de México exhibiera cierta mejoría en el tercer trimestre del año, después de la tendencia negativa que mostraron las exportaciones durante 2015 y a principios de 2016. El mejor desempeño se observó tanto en las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo (Gráfica 18). Sin embargo, en octubre ambos indicadores registraron una contracción.

Con respecto a la demanda interna, los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado reanudó su expansión en el tercer trimestre, después del estancamiento que presentó en el segundo. En particular, el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior incrementó su tasa de variación en el tercer trimestre respecto al segundo, en tanto que los ingresos de las empresas comerciales al por menor mantuvieron una trayectoria positiva en el periodo julio-septiembre. No

obstante, respecto a la información oportuna del cuarto trimestre, destaca que en el periodo octubre-noviembre las ventas de vehículos ligeros en el mercado doméstico moderaron su ritmo de crecimiento en relación a lo observado en los tres trimestres previos. Por su parte, en el periodo julio-septiembre la inversión fija bruta continuó exhibiendo un débil desempeño. A ello contribuyó, en buena medida, la contracción que ha mostrado el gasto público en construcción, toda vez que el componente privado, así como la inversión en maquinaria y equipo, continuaron registrando una trayectoria creciente.

Gráfica 18
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2008 = 100, a. e.

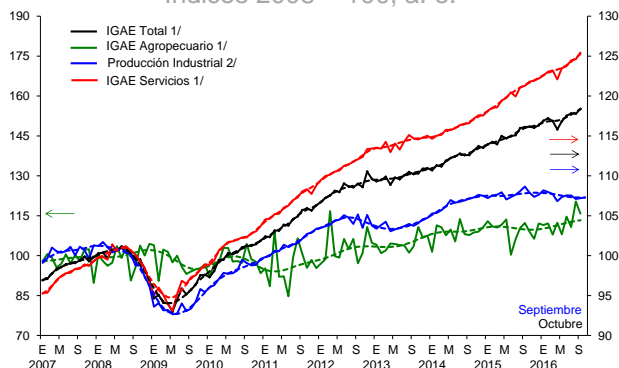


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

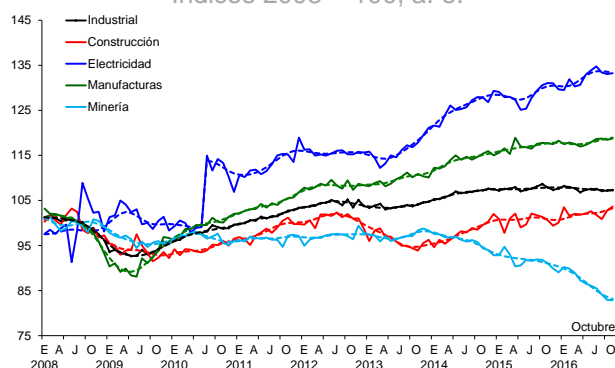
En cuanto al desempeño de la actividad económica por el lado de la producción, en el tercer trimestre los servicios siguieron presentando una tendencia alcista, en tanto que la producción industrial permaneció estancada (Gráfica 19). En efecto, en dicho trimestre y a principios del cuarto, la actividad minera continuó contrayéndose (Gráfica 20). Por el contrario, la producción manufacturera ha registrado cierta recuperación, a lo cual ha contribuido, en buena medida, la reactivación en la actividad del subsector de equipo de transporte. Adicionalmente, la construcción también parecería exhibir cierta mejoría. Respecto al comportamiento de los servicios, destaca la aportación a la expansión en el tercer trimestre de los correspondientes a comercio, información en medios masivos y servicios financieros y de seguros.

Gráfica 19
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 septiembre de 2016.
 2/ Cifras a octubre de 2016 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 20
Actividad Industrial
 Índices 2008 = 100, a. e.

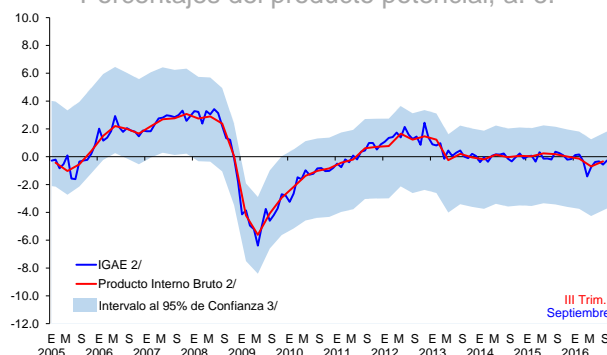


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

2.2.3. Determinantes de la inflación

Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, no se perciben presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre los precios de la economía (Gráfica 21).

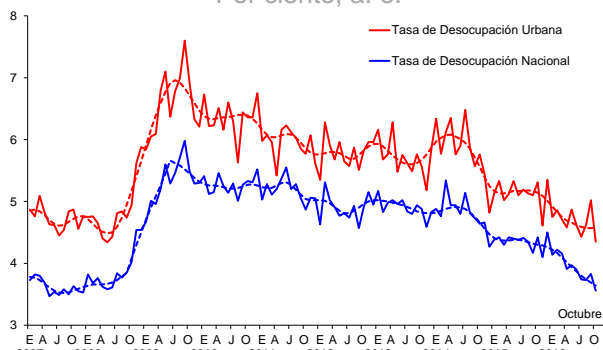
Gráfica 21
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentajes del producto potencial, a. e.



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 tercer trimestre de 2016; cifras del IGAE a septiembre 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.

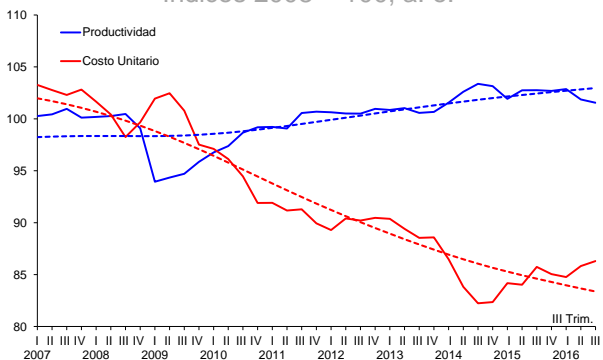
En cuanto al mercado laboral, en el periodo julio-octubre la tasa de desocupación nacional y la urbana continuaron disminuyendo y se ubican en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis financiera global (Gráfica 22). En particular, en octubre la tasa de desocupación nacional se ubicó en el nivel más bajo desde diciembre de 2007 y la urbana en el menor desde mayo de 2008. Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió registrando un elevado ritmo de crecimiento. Por su parte, se continuó observado una recuperación gradual de los salarios en términos reales. Este comportamiento, junto con el desempeño de la productividad laboral, condujo a que en el tercer trimestre del año los costos unitarios de la mano de obra de la economía en su conjunto mostraran un incremento, que se suma a los de los trimestres previos (Gráfica 23).

Gráfica 22
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 23
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
 Índices 2008 = 100, a. e.



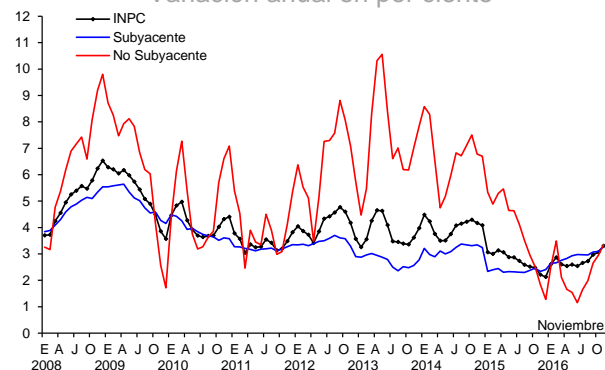
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado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

El financiamiento al sector privado no financiero en octubre continuó aumentando, si bien ha moderado su ritmo de expansión. En este contexto, las tasas de interés se han venido incrementando —en especial las del crédito a las empresas y del segmento de tarjetas—, reflejando los mayores costos del fondeo bancario. No obstante, la morosidad se mantiene en niveles bajos. Lo anterior sugiere una ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

En noviembre, la inflación general anual se ubicó en 3.31 por ciento, lo que significó un incremento respecto al 3.06 por ciento que exhibió en octubre. Este comportamiento fue resultado tanto de la tendencia gradual al alza que ha venido presentado la inflación subyacente, como de la mayor tasa de variación anual del índice no subyacente (Gráfica 24 y Cuadro 1).

Gráfica 24
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

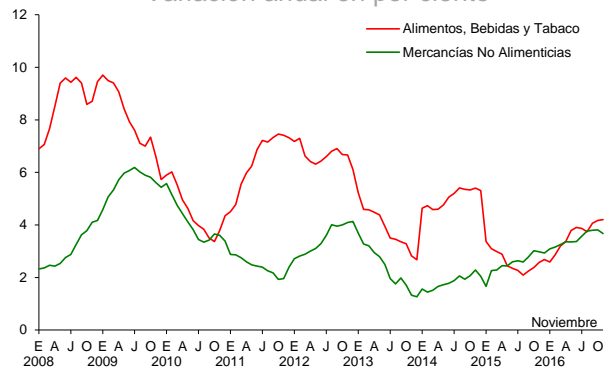


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual aumentó de 3.10 a 3.29 por ciento en el periodo referido. La evolución de este indicador ha sido afectada en los últimos meses por la depreciación de la moneda nacional, cuyo impacto se ha reflejado principalmente en los precios de las mercancías (Gráfica 25 y Cuadro 1). No obstante, si bien se mantiene en niveles inferiores a 3 por ciento, en el último mes la tasa de variación anual del subíndice de precios de los servicios tuvo una mayor contribución al incremento de la inflación subyacente (Gráfica 26 y Cuadro 1). Este incremento se debió, principalmente, a un efecto de baja base de comparación en los precios de los servicios de telefonía móvil.

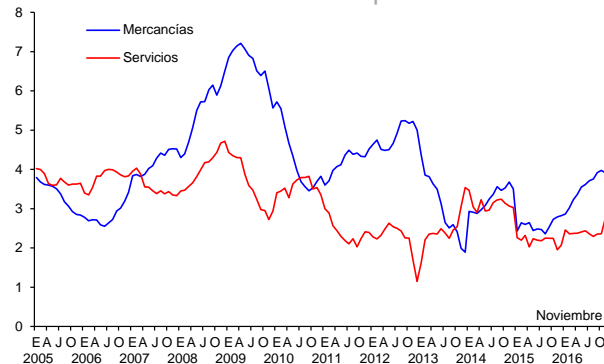
El índice no subyacente aceleró su ritmo de crecimiento anual, de 2.95 a 3.34 por ciento entre octubre y noviembre. A este incremento contribuyeron, principalmente, los aumentos de precio en algunos productos agropecuarios, así como en las gasolinas en las ciudades de la frontera norte del país (Gráfica 27 y Cuadro 1).

Gráfica 25
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



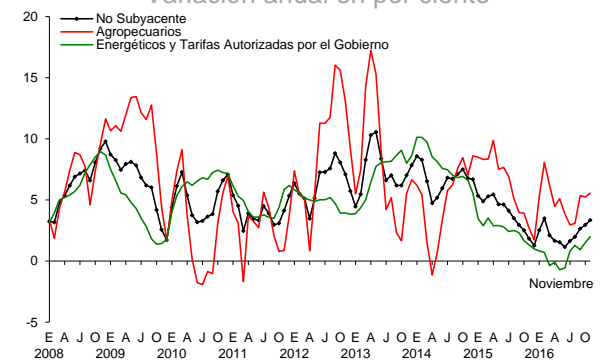
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 26
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 27
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado aumentaron para el cierre de 2016 y 2017 al anticipar un incremento temporal en la inflación. En particular, la mediana para el cierre de 2016 pasó de 3.25 por ciento en la encuesta de octubre de 2016 a 3.40 por

ciento en la de noviembre, en tanto que la correspondiente al cierre de 2017 aumentó de 3.53 a 4.00 por ciento en el mismo lapso. Por su parte, como reflejo principalmente de una mayor inflación esperada para los siguientes dos años, la mediana de las expectativas de inflación para los siguientes 4 años también se incrementó, al pasar de 3.41 por ciento en octubre a 3.53 por ciento en noviembre. No obstante, las expectativas de inflación para horizontes de más largo plazo se mantuvieron sin cambio en 3.4 por ciento. También destaca que la dispersión de las previsiones de inflación de la última encuesta se amplió de manera significativa con respecto a la observada en la encuesta anterior. En cuanto 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 permanecen moderadamente por arriba de 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario aumentó, manteniéndose en terreno positivo, luego de haber permanecido por un tiempo prolongado en niveles negativos.

Las previsiones para la inflación general anual indican que esta cerrará 2016 ligeramente por arriba de 3 por ciento. Para la inflación subyacente también se estima que finalice el año por encima de dicho nivel. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se sitúen por arriba del objetivo de inflación, acercándose ambos indicadores a niveles próximos a 3 por ciento hasta el final de 2018.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos. Al alza, que derivado de la incertidumbre que prevalece en el entorno externo, la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales que afecten las expectativas de inflación y su comportamiento. Otro riesgo es que se presenten incrementos súbitos en los precios de los bienes agropecuarios y de las gasolinas, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Como riesgos a la baja se contempla la posibilidad de reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación, como consecuencia de las reformas estructurales. Igualmente, que la actividad económica nacional presente hacia adelante un dinamismo menor al anticipado, lo que reduciría la posibilidad de que se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Por último, no se puede descartar una apreciación de la moneda nacional si las medidas más extremas que ha insinuado la administración entrante en Estados Unidos no se llevan a cabo.

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

Concepto	Diciembre 2015	Octubre 2016	Noviembre 2016
INPC	2.13	3.06	3.31
Subyacente	2.41	3.10	3.29
Mercancías	2.82	3.97	3.91
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	4.17	4.20
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.81	3.67
Servicios	2.07	2.36	2.77
Vivienda	2.01	2.39	2.38
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.26	4.26
Otros Servicios	1.46	1.74	2.72
No Subyacente	1.28	2.95	3.34
Agropecuarios	1.72	5.25	5.56
Frutas y Verduras	5.62	10.76	10.19
Pecuarios	-0.46	2.23	2.96
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.00	1.52	1.99
Energéticos	0.06	1.02	1.77
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	2.42	2.42

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros sostuvo que la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación hacia finales de 2016, la cual podría persistir en 2017. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, señaló que en el tercer trimestre de 2016 esta mostró una reactivación, después del bajo crecimiento registrado en el trimestre previo. En este contexto, apuntó que no se han presentado presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios. Por su parte, destacó que el resultado del proceso electoral de Estados Unidos ha incrementado el riesgo de la adopción de políticas que pudiesen llegar a incidir negativamente en la relación bilateral de México con dicho país. En este entorno, sostuvo que el balance de riesgos para el crecimiento siguió deteriorándose. Todos los integrantes de la Junta advirtieron que la inflación general anual aumentó en noviembre, al ubicarse en 3.3 por ciento. La mayoría sostuvo que este resultado es producto tanto de la gradual tendencia al alza que ha presentado la inflación subyacente, la cual ha respondido sobre todo al efecto de la depreciación cambiaria sobre el subíndice de precios de las mercancías, como del impacto que han tenido sobre la inflación no subyacente los incrementos en algunos precios de productos agropecuarios y de las gasolineras de la frontera norte. Adicionalmente, anticipó que la inflación general y la subyacente se ubicarán ligeramente por arriba de 3.0 por ciento hacia el cierre de este año, mientras que para 2017 estimó que tanto la inflación general, como la subyacente, registren incrementos adicionales, cerrando el año dentro del intervalo de variabilidad. Se espera que en 2018 tanto la inflación general, como la subyacente, retomen una tendencia convergente al objetivo de 3.0 por ciento, en la medida en que se vayan desvaneciendo los efectos de dichos choques. En este contexto, todos consideraron que el balance de riesgos para la inflación ha seguido deteriorándose.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno indicó que la actividad económica mundial continuó presentando una recuperación hacia finales de 2016. Añadió que dicha reactivación podría persistir en 2017, lo cual se sustenta fundamentalmente en la expectativa de una política fiscal muy expansionista por parte de la nueva administración de Estados Unidos. Uno de ellos

añadió que las políticas de desregulación financiera propuestas también podrían impulsar el crecimiento global. No obstante, otro señaló que para el 2016 en su conjunto, se espera una desaceleración de la actividad global por segundo año consecutivo. Adicionalmente, la mayoría apuntó que aún prevalece incertidumbre sobre los efectos de las medidas de política comercial que podrían llegar a ser implementadas en Estados Unidos, tanto en su crecimiento, en el mundial, así como en los flujos globales de comercio e inversión extranjera. Por otro lado, la mayoría de los integrantes resaltó el aumento del precio del petróleo. Uno de ellos especificó que tal recuperación resultó del acuerdo en la OPEP, e indicó que esto podría conducir hacia un nivel de precios sostenible más elevado a nivel global. En este contexto, otro miembro consideró que el balance de riesgos para la economía global continúa a la baja.

La mayoría de los miembros comentó que la información disponible sugiere que el crecimiento de la economía de Estados Unidos registrado en el tercer trimestre continuó durante el cuarto. Un integrante especificó que, a pesar del estancamiento de la actividad industrial y del comercio exterior, la actividad económica ha sido apoyada por el consumo privado y por el mercado laboral. En este sentido, la mayoría apuntó que el mercado laboral ha seguido mejorando y que se ha observado una aceleración moderada de los salarios. Asimismo, un miembro añadió que la generación de empleos continúa mostrando dinamismo, lo que ha permitido un descenso adicional de la tasa de desocupación a niveles no alcanzados desde 2007. Hacia adelante, algunos miembros sostuvieron que la expectativa de un estímulo fiscal, que podría impulsar la actividad en Estados Unidos en el corto plazo, ha dado lugar a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento en los próximos trimestres. No obstante, la mayoría de los miembros enfatizó que persiste incertidumbre sobre los efectos en el crecimiento que tendría la posible implementación de medidas de política comercial en Estados Unidos. Al respecto, uno apuntó que dicho efecto se tendrá que evaluar cuando se tenga mayor claridad sobre la política económica que se llevará a cabo, mientras que otro aseveró que, en el mediano plazo, las acciones proteccionistas más que opacarían cualquier beneficio de otras políticas sobre el crecimiento en el corto plazo. Asimismo, mencionó que el estímulo fiscal podría deteriorar las finanzas públicas en Estados Unidos. Respecto a la inflación, la mayoría indicó que actualmente sigue ubicándose por debajo de la meta de la Reserva Federal, si bien se espera que esta aumente como reflejo de la

expectativa del relajamiento fiscal y del incremento reciente en los precios de la energía.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno comentó que, como era ampliamente esperado por los mercados y por los analistas, en su decisión de diciembre la Reserva Federal aumentó el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 25 puntos base. La mayoría destacó que se anticipa que ese Instituto Central continúe con el proceso de normalización de su postura monetaria a un ritmo más acelerado, aclarando uno de ellos que incluso la Reserva Federal ya anticipa tres incrementos en 2017, comparado con los dos que se preveían en septiembre. Otro recalcó que existe un elevado grado de incertidumbre en cuanto al ritmo de normalización que este Banco Central seguirá, debido a que no se cuenta con información suficiente sobre las acciones que pondrá en marcha el nuevo gobierno estadounidense.

Respecto al crecimiento de otros países avanzados, un integrante subrayó que la actividad económica y el empleo en la zona del euro han continuado fortaleciéndose, al tiempo que han mejorado los indicadores prospectivos de esa región. En este contexto, algunos indicaron que las perspectivas para las economías avanzadas pudieran estar mejorando. En particular, uno de ellos especificó que en la zona del euro se proyecta para los próximos años una recuperación económica moderada, aunque por encima de su potencial. Sin embargo, notó que los riesgos a la baja para este escenario persisten, y destacó que algunos de ellos son de naturaleza política. Adicionalmente, mencionó que se espera que la economía japonesa muestre cierta mejoría durante los próximos trimestres. Finalmente, este miembro puntualizó que en Reino Unido se prevé un menor dinamismo de la actividad económica en los próximos años.

La mayoría apuntó que el cambio esperado en las políticas fiscal y monetaria en Estados Unidos ha provocado una apreciación significativa de la cotización del dólar frente a prácticamente todas las divisas, incluso aquellas de países avanzados. Afirmó que esto, junto con los mayores precios de los energéticos, permite anticipar mayores presiones inflacionarias a nivel global. En particular, la mayoría recalcó que en la zona del euro y Japón, se han mitigado los temores deflacionarios. Un integrante puntualizó que se anticipa que la inflación en la zona del euro muestre un incremento importante en 2017, aunque manteniéndose muy por debajo de la meta. Asimismo, especificó que la inflación en Japón permanece en niveles bajos, si bien se proyecta un fortalecimiento gradual de su

trayectoria. Adicionalmente, comentó que en Reino Unido se prevén mayores presiones inflacionarias derivadas de la depreciación de la libra. A su vez, la mayoría consideró que en este entorno se puede anticipar una política monetaria menos acomodaticia hacia adelante. En particular, un miembro especificó que el Banco Central Europeo decidió extender sus medidas cuantitativas de estímulo monetario, si bien a un ritmo menor, y detalló que en Reino Unido es incierta la dirección de futuras acciones de política monetaria. Adicionalmente, algunos especificaron que a pesar de que se prevé que continúen posturas monetarias muy acomodaticias por un periodo prolongado en las economías avanzadas, en varias de ellas existe una menor probabilidad de acciones adicionales de relajamiento monetario. Un miembro señaló que las repercusiones más importantes de lo poco que se conoce del plan de gobierno de la nueva administración de Estados Unidos es un rebalanceo de portafolios, primero de renta fija a renta variable por el incremento observado y esperado en las tasas de interés en dólares, y segundo, movimientos de capitales de países emergentes a avanzados, en respuesta tanto al aumento mencionado en tasas, como al peligro de medidas proteccionistas. Todo esto se ha reflejado en la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de los miembros señaló que en el contexto descrito, en las últimas semanas se han registrado salidas de capital. Por su parte, un integrante puntualizó que las condiciones financieras externas enfrentadas por este grupo de países podrían tornarse más restrictivas, principalmente en virtud de la expectativa de un ciclo de alza de tasas en Estados Unidos más rápido que el previamente anticipado, así como el potencial efecto de una política fiscal expansiva en ese país sobre los mercados financieros. Adicionalmente, un miembro agregó que varias economías emergentes, como Brasil y Colombia, aún enfrentan problemas significativos de inflación, lo que podría implicar restricciones monetarias adicionales. Además, subrayó que el dinamismo de la actividad económica en las economías emergentes se ha atenuado ligeramente e, incluso, que los analistas han reducido sus pronósticos de crecimiento, especialmente después de las elecciones en Estados Unidos. En este sentido, otro integrante advirtió que la demanda por exportaciones en las economías emergentes podría verse afectada por un entorno de políticas comerciales más restrictivas. Asimismo, consideró que aunque se espera que la recuperación en las economías emergentes continúe, esto será en un entorno de mayores riesgos a la baja. En lo referente a China, este miembro indicó que la

información oportuna sugiere el logro de las metas de crecimiento económico para 2016, al tiempo que la perspectiva de políticas monetaria y fiscal todavía acomodaticias, en conjunto con la implementación de controles de capital más estrictos, permiten mantener un escenario base de desaceleración gradual durante los próximos años. Sin embargo, consideró que el panorama puede complicarse a la luz de los elevados y crecientes niveles de endeudamiento, el deterioro de la calidad de la cartera de crédito y la posibilidad de burbujas en el sector inmobiliario.

La mayoría notó que, si bien la volatilidad en los mercados financieros internacionales ha disminuido durante las últimas semanas, en comparación con lo registrado al conocerse el resultado de las elecciones en Estados Unidos, no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad. Esto, debido al alto grado de incertidumbre que persiste en torno a las medidas de política económica que podría implementar la nueva administración en ese país. Algunos integrantes indicaron que en Estados Unidos las tasas de interés continuaron subiendo y las primas por plazo se descomprimieron. Uno de ellos destacó que lo anterior se observó a pesar de que el plazo promedio de los activos ha venido aumentando. Otro señaló que el aumento de tasas se dio ante las perspectivas de una gran emisión de deuda en los próximos años por parte del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. En este contexto, un integrante subrayó que este incremento en las tasas de interés en todos los plazos, sobre todo en los países avanzados, es reflejo en parte del rebalanceo de portafolios de activos de los mercados de renta fija hacia los de renta variable antes mencionado. La mayoría sostuvo que también podrían surgir nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados de eventos de naturaleza geopolítica. En particular, algunos miembros destacaron como otros factores de riesgo la posibilidad de un aumento en la tensión entre China y Estados Unidos y la incertidumbre sobre las elecciones en Europa.

Con respecto a la actividad económica de México, la mayoría de los miembros mencionó que en el tercer trimestre de 2016 la economía mexicana registró una reactivación, después del bajo crecimiento observado en el trimestre previo. Sin embargo, apuntó también que la información oportuna sugiere cierta desaceleración de la economía en los últimos meses del año. Un miembro profundizó sobre el desempeño de la actividad en 2016, señalando que durante los primeros nueve meses del año, el PIB con cifras desestacionalizadas se incrementó a una tasa anual

de 2 por ciento, en comparación de la tasa de 2.7 por ciento observada en el mismo periodo del año previo. Por ello, este miembro concluyó que la tasa de crecimiento del PIB ha registrado una desaceleración a lo largo de 2016, y que es de esperar que dicha desaceleración persista en el último tramo de este año. Sobre el desempeño de los componentes de la demanda agregada, la mayoría de los miembros coincidió en que el consumo privado continuó mostrando vigor e incrementó su ritmo de expansión en el tercer trimestre y en lo que va del cuarto, lo que se debió, explicó uno, a la mejoría del mercado laboral. No obstante, otro miembro señaló que los datos más recientes de las ventas al menudeo apuntan a cierta disminución en su tasa de crecimiento, y uno recalcó que los indicadores de confianza del consumidor han continuado deteriorándose, lo que podría limitar el dinamismo de esta fuente de crecimiento en el futuro. La mayoría mencionó que la inversión se mantiene débil, y algunos argumentaron que esto se debe, en parte, al efecto adverso del ajuste fiscal en la inversión pública. Además, recalcó que durante el tercer trimestre la demanda externa presentó una mejoría incipiente. No obstante, señaló que la información oportuna del cuarto trimestre apunta a que las exportaciones manufactureras se debilitaron y la producción automotriz se redujo. En este sentido, uno comentó que la respuesta de las exportaciones y la producción industrial a la depreciación del tipo de cambio real ha sido muy lenta. La mayoría destacó que la producción industrial se mantuvo estancada, enfatizando uno de ellos que dicho estancamiento se dio a pesar del apoyo de la demanda interna. Por otra parte, algunos notaron el buen desempeño observado en el mercado laboral, a pesar del menor ritmo de crecimiento económico. Uno de ellos precisó que la tasa de desempleo ha descendido, ubicándose en niveles cercanos a los observados antes del inicio de la crisis financiera global. Algunos mencionaron que los costos unitarios de la mano de obra se han incrementado, y uno de ellos argumentó que esto ha ocurrido porque la creación de empleo no ha venido acompañada de una mayor productividad.

La mayoría de los miembros sostuvo que prevalece la incertidumbre sobre el programa económico de la nueva administración estadounidense y su impacto sobre la economía de México. Además, reconoció que dicha incertidumbre pudo haber tenido ya un impacto en la inversión privada, a través de las expectativas de los productores. En este sentido, uno de ellos destacó el pesimismo expresado por los analistas en la encuesta recabada por el Banco de México respecto de si hoy es momento adecuado para invertir, cuyos niveles son solo comparables con los observados en la crisis financiera global.

Otro miembro resaltó que el reciente aumento en las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos no ha afectado el desempeño previsto de la producción industrial de ese país, por lo que este escenario no sería necesariamente favorable para México. Señaló que ante la incertidumbre sobre el programa económico de la nueva administración estadounidense, es muy difícil hacer una evaluación del panorama para 2017 y años posteriores. Un miembro apuntó que las perspectivas económicas de México han continuado disminuyendo, y mencionó como riesgos a la baja para el crecimiento el posible impacto de una menor inversión extranjera directa, la disminución de remesas y el menor comercio exterior asociados a políticas proteccionistas por parte de Estados Unidos, así como la menor producción manufacturera en ese país y un deterioro adicional en la confianza de los consumidores y productores en México. Por su parte otro señaló como un riesgo al alza que la implementación de las reformas estructurales dé resultados superiores a los esperados, como recientemente se observó en el caso del sector petrolero. No obstante, la mayoría coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento de México siguió deteriorándose.

Por lo que respecta al nivel de holgura en la economía mexicana, la mayoría concordó que no se han presentado presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios. Algunos mencionaron que la economía parece estar operando por debajo de su potencial e, incluso, uno de ellos aseveró que la brecha del producto se ha ampliado. En contraste, algunos consideraron que no pueden descartarse posibles presiones sobre los precios, dada la incertidumbre sobre el grado de holgura de la economía. Uno de estos integrantes enfatizó que diversos indicadores del mercado laboral sugieren que actualmente no existe holgura en dicho mercado. En particular, mencionó que los costos unitarios de la mano de obra muestran una tendencia creciente, y que incluso cíclicamente se han situado ya por varios meses por arriba de dicha tendencia. Este mismo miembro notó, además, que el principal choque que está experimentando la economía mexicana es una posible reducción en su crecimiento potencial, y argumentó que es previsible que esto se vea reflejado en una menor expansión sostenible del gasto, así como en un menor déficit financiable sosteniblemente de la cuenta corriente. De esta manera, explicó que dado que las presiones sobre la inflación se pueden medir, entre otros, como la diferencia entre el crecimiento observado y el crecimiento potencial, siendo que la brecha del producto se encuentra cerca de cero, si este último se desacelera más rápido que el primero, ello podría

traer presiones generalizadas sobre los precios y un deterioro en las expectativas de inflación, a pesar de estarse observando un crecimiento relativamente bajo de la actividad. Así, mencionó que es posible que los riesgos de presiones de demanda en los siguientes trimestres se hayan incrementado de manera importante, a pesar de la perspectiva actual de desaceleración de la economía. En contraste, otros miembros resaltaron que no se esperan presiones de demanda agregada sobre los precios por algún tiempo, considerando uno de ellos, que no se observan, en general, incrementos salariales excesivos, y que el panorama para 2017 es de un crecimiento del PIB por debajo del potencial, con un balance de riesgos sesgado a la baja.

Todos los miembros señalaron que la inflación general anual presentó un aumento durante noviembre, al ubicarse en ese mes en 3.3 por ciento, como reflejo del incremento tanto en el componente subyacente, como en el no subyacente. Uno de los integrantes notó que con lo anterior se interrumpió un periodo de 17 meses consecutivos en los cuales la inflación general se ubicó por debajo del objetivo del 3.0 por ciento. En cuanto a la inflación subyacente, la mayoría explicó que su trayectoria ha respondido principalmente al efecto de la depreciación cambiaria sobre el subíndice de precios de las mercancías. Algunos añadieron que esta trayectoria también ha respondido a un efecto de base de comparación derivado de la interrupción de las reducciones en los precios de las telecomunicaciones. Por lo que respecta al componente no subyacente, la mayoría de los miembros indicó que este ha respondido principalmente a los incrementos en algunos precios de productos agropecuarios y los de las gasolinas de la frontera norte. Por su parte, un integrante destacó que la variación mensual anualizada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se encuentra aproximadamente en 4 por ciento, tras incrementarse en los últimos meses, y que la variación anual del Índice Nacional de Precios al Productor se ha acelerado. Además, algunos señalaron que ha aumentado la correlación entre los genéricos del INPC, lo que sugiere que las presiones de inflación se están generalizando. Otro destacó que más del 50 por ciento de la canasta del INPC ya está creciendo a una tasa mayor a 3 por ciento, y que dicha proporción se está incrementando.

La mayoría de los miembros notó que las expectativas de inflación, tanto implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado, como las derivadas de encuestas, han aumentado, resaltando algunos que dicho crecimiento se ha dado de manera diferenciada entre plazos. La

mayoría destacó que respecto a las medianas de las expectativas provenientes de encuestas, aquellas para el cierre de 2016 y 2017 mostraron un incremento, a lo que algunos añadieron que estas se encuentran por encima de la meta de inflación, precisando uno de ellos que para 2017 ya alcanzan 4 por ciento. Por su parte, consideraron que las expectativas de inflación de mayor plazo han aumentado en menor medida, registrando cifras moderadamente por arriba de 3.0 por ciento. Algunos destacaron que el aumento en la mediana de las expectativas para el promedio de los siguientes cuatro años refleja principalmente una mayor inflación esperada para 2017 y 2018, ya que para los subsecuentes dos años dichas expectativas han permanecido relativamente estables. No obstante, uno apuntó que estas últimas se encuentran por arriba de la meta. Otro integrante recalcó que también aumentó la dispersión de las expectativas de corto y mediano plazo, lo que pone en evidencia la mayor incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación. En cuanto a las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, la mayoría coincidió en que la compensación por inflación y riesgo inflacionario ha repuntado. Algunos notaron que esto se reflejó en un aumento en la demanda por Udibonos como mecanismo de protección contra la inflación. Un integrante explicó que si bien es difícil separar las expectativas de inflación de diversas primas de riesgo de este indicador, tanto la magnitud como la persistencia del incremento reciente llaman la atención y enfatizan el riesgo de mayores expectativas inflacionarias a mediano y largo plazos.

La mayoría anticipa que para los próximos meses la inflación presente un incremento transitorio, derivado fundamentalmente de choques en precios relativos, para luego retomar la convergencia a su meta. En particular, estimó que la inflación general y la subyacente se ubicarán ligeramente por arriba de 3.0 por ciento hacia el cierre de este año, mientras que para 2017 tanto la inflación general, como la subyacente, registren incrementos adicionales. Un miembro consideró que estas podrían ubicarse por encima del límite superior del intervalo de variabilidad en algunos de los próximos meses. No obstante, algunos miembros mencionaron que es de esperarse que ambos indicadores cierren el año dentro de dicho intervalo. La mayoría explicó que estas previsiones consideran el efecto de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivado de la depreciación del tipo de cambio real, así como los efectos temporales del incremento anunciado para el salario mínimo a partir de enero de 2017 y de la liberalización gradual de los precios de las

gasolinas. Por su parte, la mayoría espera que en 2018 tanto la inflación general, como la subyacente, retomen una tendencia convergente al objetivo de 3.0 por ciento, en la medida en que se vayan desvaneciendo los efectos de dichos choques, y las acciones de política monetaria vayan surtiendo efecto.

Todos los miembros consideraron que el balance de riesgos para la inflación ha seguido deteriorándose. Adicionalmente, algunos apuntaron que este balance continúa siendo al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría sostuvo que el principal riesgo es que, derivado de la incertidumbre que prevalece en el entorno externo, la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales que afecten las expectativas de inflación y el comportamiento de esta última. Al respecto, uno notó que el tipo de cambio nominal ha acumulado una depreciación significativa y, a pesar de que ha tenido un reducido traspaso a los precios al consumidor, esta ha sido de tal magnitud que es previsible que el impacto sobre estos precios sea considerable. Algunos advirtieron que la persistencia de la depreciación cambiaría y las expectativas de una mayor debilidad de la moneda en el futuro podrían incluso aumentar el citado traspaso. Por su parte, algunos también destacaron el riesgo de que el incremento en el salario mínimo pudiera tener un efecto de contaminación en los salarios contractuales y, en general, en el resto de la estructura salarial, afectando las expectativas de inflación. Como un riesgo adicional al alza, la mayoría mencionó que podrían suscitarse nuevos aumentos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. En este sentido, uno advirtió que la inflación no subyacente parece estar dirigiéndose hacia niveles más congruentes con los observados históricamente. Algunos advirtieron que, si bien los mencionados choques de oferta tendrían un efecto temporal sobre la inflación y no deberían dar lugar a efectos de segundo orden, el hecho de que estos se presenten simultáneamente y que exista la expectativa de una paridad peso-dólar mayor a la anticipada hasta hace poco, podría tener efectos de segundo orden y afectar no solamente las expectativas de inflación de corto plazo, sino también las de mediano y largo plazo. Uno de ellos también señaló que no puede descartarse la posibilidad de que ya se estén observando efectos de esta naturaleza. Opinó que en virtud de la evolución reciente y anticipada de la actividad económica, el riesgo de presiones de demanda sobre los precios parece estar acotado. En contraste, algunos integrantes coincidieron en que el surgimiento de presiones de demanda agregada sobre los precios es otro riesgo al alza, dada la ya mencionada incertidumbre sobre el grado

actual de holgura de la economía. En adición a los riesgos al alza mencionados, un miembro consideró que ante diversos factores de naturaleza cíclica, tales como los ya mencionados aumentos de los costos unitarios de la mano de obra y la evolución del mercado laboral, el número, magnitud e intensidad de los choques de oferta experimentados bien pueden conducir a presiones generalizadas sobre los precios, lo que ha conducido a un deterioro importante del balance de riesgos para la inflación. Entre los riesgos a la baja para la inflación, algunos resaltaron la posibilidad de que los temores sobre las medidas más extremas que podría tomar la nueva administración en Estados Unidos y que podrían afectar a México no se materialicen, abriendo el espacio para una apreciación de la moneda nacional; reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación, propiciadas por las reformas estructurales; y que la actividad económica nacional presente un dinamismo menor al anticipado.

Respecto al desempeño de los mercados financieros nacionales, la mayoría de los miembros destacó que desde la última decisión de política monetaria en México la volatilidad mostró una marcada disminución, después del aumento registrado en los días inmediatos posteriores a la elección presidencial en los Estados Unidos. Indicó que la cotización de la moneda nacional presentó una ligera apreciación, a la vez que las tasas de interés para todos los plazos han permanecido relativamente estables. No obstante, el tipo de cambio y las tasas de interés continúan ubicándose en niveles más elevados que los registrados antes de la mencionada elección presidencial. En este sentido, un miembro señaló que el régimen cambiario de libre flotación y la flexibilidad de las tasas de interés han permitido absorber de manera apropiada los choques provenientes del exterior. Respecto a las tasas de interés, otro integrante destacó que las condiciones de operación en el mercado de renta fija permanecen deterioradas y puntualizó que las tasas en México han mantenido una elevada sensibilidad a los movimientos de las tasas de interés en Estados Unidos. En cuanto a la apreciación que presentó el peso mexicano, un integrante señaló que esta se debió, principalmente, a una menor aversión al riesgo a nivel global, al ajuste de la política monetaria en México, al aumento de los precios del petróleo y a los resultados favorables de la más reciente licitación de campos petroleros en nuestro país. Otro integrante aclaró que a pesar de dicha apreciación, la divisa nacional sigue siendo una de las monedas más afectadas por la incertidumbre en el entorno internacional, y que las expectativas de analistas y

el sesgo del mercado apuntan a que continúe depreciándose. Por su parte, un miembro afirmó que las acciones de política monetaria que ha adoptado el Banco de México han ampliado de manera sustancial el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos, principalmente en las de corto plazo, lo que ha contribuido a suavizar el ajuste de portafolios ante las condiciones adversas en los mercados financieros internacionales. En este sentido, otro apuntó que en los últimos meses las tenencias de no residentes en valores gubernamentales se han mantenido relativamente estables y las salidas de capital han sido moderadas, pero advirtió que a pesar de dicha estabilidad, aún continúa la presión al alza sobre la percepción de riesgo crediticio soberano de México. Otro integrante subrayó que a pesar de la mejoría que han mostrado los mercados financieros nacionales, persiste el riesgo de nuevos episodios de volatilidad asociados al entorno externo descrito.

En relación con los movimientos que se han observado tanto en el tipo de cambio, como a lo largo de la curva de rendimientos, un miembro consideró que estos han ocurrido en respuesta a dos choques que han afectado nuestra economía. El primero se refiere a un choque adverso al crecimiento potencial que se ha reflejado en una depreciación del tipo de cambio real y, el segundo, a un choque en las primas por plazo que ha afectado a las tasas de interés. Hacia adelante, apuntó que dichos choques se podrán ver amortiguados tanto con ajustes en el tipo de cambio real, como con ajustes en las tasas de interés reales. La distribución de dichos ajustes dependerá de los instrumentos de política fiscal o monetaria que se utilicen, lo cual a su vez afectará la estructura de la demanda agregada en la economía de manera diferenciada entre gasto público y privado, entre inversión y consumo, y entre gasto doméstico y externo.

La mayoría de los integrantes señaló que en el entorno que actualmente enfrenta la economía nacional, es especialmente relevante que las autoridades fortalezcan los fundamentos macroeconómicos del país, alertando uno de ellos que dicho entorno podría tornarse aún más difícil. Así, la mayoría recalcó que es relevante que se persevere en los esfuerzos de consolidación fiscal, en particular reduciendo el cociente de deuda pública a PIB, y que la política monetaria continúe realizando ajustes al ritmo que sea oportuno. Por su parte, un integrante alertó que en la actualidad, la situación de las finanzas públicas representa la principal fuente de nerviosismo en los mercados, destacando algunos el deterioro que se ha observado en los indicadores de solvencia del país, el cual ha sido mayor que el registrado en países

con calificación crediticia similar a la de México. No obstante, otro miembro puntualizó que el cambio reciente de las perspectivas en la calificación de riesgo crediticio por parte de una calificadora, de estable a negativo se ha visto mitigado con el reiterado compromiso de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de abatir el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público sobre el PIB. Adicionalmente, mencionó que la recuperación de los precios del petróleo también podría tener un impacto positivo en las finanzas públicas. Algunos agregaron que a lo anterior también contribuyeron los resultados favorables observados en la cuarta convocatoria de la Ronda Uno de licitaciones públicas para la exploración y extracción de hidrocarburos y de la primera convocatoria para la formalización de asociaciones del sector privado con Pemex. Incluso, uno señaló que también destaca la primera colocación en el exterior de dicha empresa, después de las elecciones en Estados Unidos. Lo anterior muestra que las reformas estructurales, y en particular la energética, pueden generar resultados muy positivos. En este contexto, la mayoría enfatizó la relevancia de que se siga impulsando la adecuada implementación de las reformas estructurales.

La mayoría de los integrantes recalcó que el Banco de México ha venido actuando de manera preventiva a lo largo del año, procurando que el ajuste en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real ocurra de manera ordenada, y no se provoquen efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. En este sentido, algunos señalaron que también es importante considerar que, dado el horizonte en el que operan los canales de transmisión de la política monetaria, los efectos de los aumentos en la tasa de referencia que se han registrado a lo largo de 2016, y que han ampliado significativamente el diferencial de las tasas de interés nacionales de corto plazo con respecto a las de Estados Unidos, se verán reflejados cabalmente en la economía durante el siguiente año. Comentaron que lo anterior, aunado a la naturaleza transitoria de los choques de la inflación, seguirá contribuyendo a que el crecimiento de los precios retome una tendencia descendente, convergiendo hacia la meta del Instituto Central en 2018. Adicionalmente, la mayoría de los miembros enfatizó que es relevante aprovechar la credibilidad que ha ganado el Banco de México para reforzar las posibilidades de éxito de la convergencia de la inflación ante un deteriorado panorama inflacionario. Incluso uno destacó que es indispensable redoblar esfuerzos para no perder una de las fortalezas más cruciales de la economía, que es la estabilidad de precios, enfatizando que un

atraso en esta materia ocurriría en el peor momento. De esta forma, la mayoría de los integrantes coincidió en que un ajuste en la postura monetaria del Banco de México es necesario para anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución que la política monetaria ha tenido en el proceso de formación de precios de la economía. Un miembro agregó que las acciones del Instituto Central, además, ayudarían a que el desplazamiento de la curva de rendimientos sea ordenado, y a contener el traspaso de los movimientos del tipo de cambio nominal a los precios del consumidor. Adicionalmente, la mayoría reconoció que tomando en cuenta el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, es deseable hacer un ajuste en la política monetaria por parte del Banco de México. En particular, un integrante señaló que ante la estrecha relación de la economía mexicana con la estadounidense, el grado de apertura de la cuenta de capital en México, y la situación actual de incertidumbre global, no cabe duda sobre si debe o no realizarse un ajuste en la política monetaria, sino sobre la magnitud del mismo, añadiendo que aún en ausencia de la decisión de la Reserva Federal, la perspectiva de la inflación en México justificaría un ajuste de la política monetaria. En este sentido, algunos miembros apuntaron que dada la acumulación de riesgos para la inflación y para que el ajuste de política monetaria sea efectivo, es necesario un movimiento de mayor magnitud al anunciado el 14 de diciembre por parte de la Reserva Federal. Adicionalmente, uno de ellos especificó que no realizar este ajuste podría afectar el anclaje de las expectativas de inflación, la credibilidad del Banco de México, y la estabilidad financiera y, por tanto, dar lugar a costos elevados para el crecimiento económico.

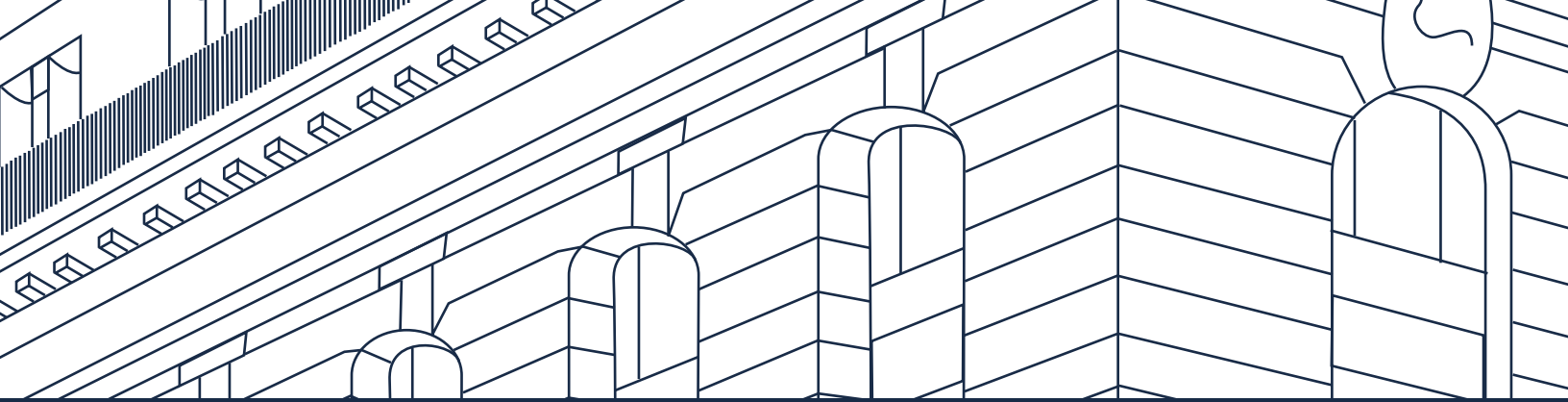
4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Con el objeto de contrarrestar las presiones inflacionarias adicionales y reforzar la contribución de la política monetaria al mencionado proceso de convergencia, y tomando en cuenta el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base, para ubicarla en 5.75 por ciento.

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 a los precios, sin que

ello signifique que se tenga un objetivo para este. También se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar

tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento, con toda flexibilidad, en el momento y la magnitud en que las condiciones lo requieran.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 29 de diciembre de 2016

