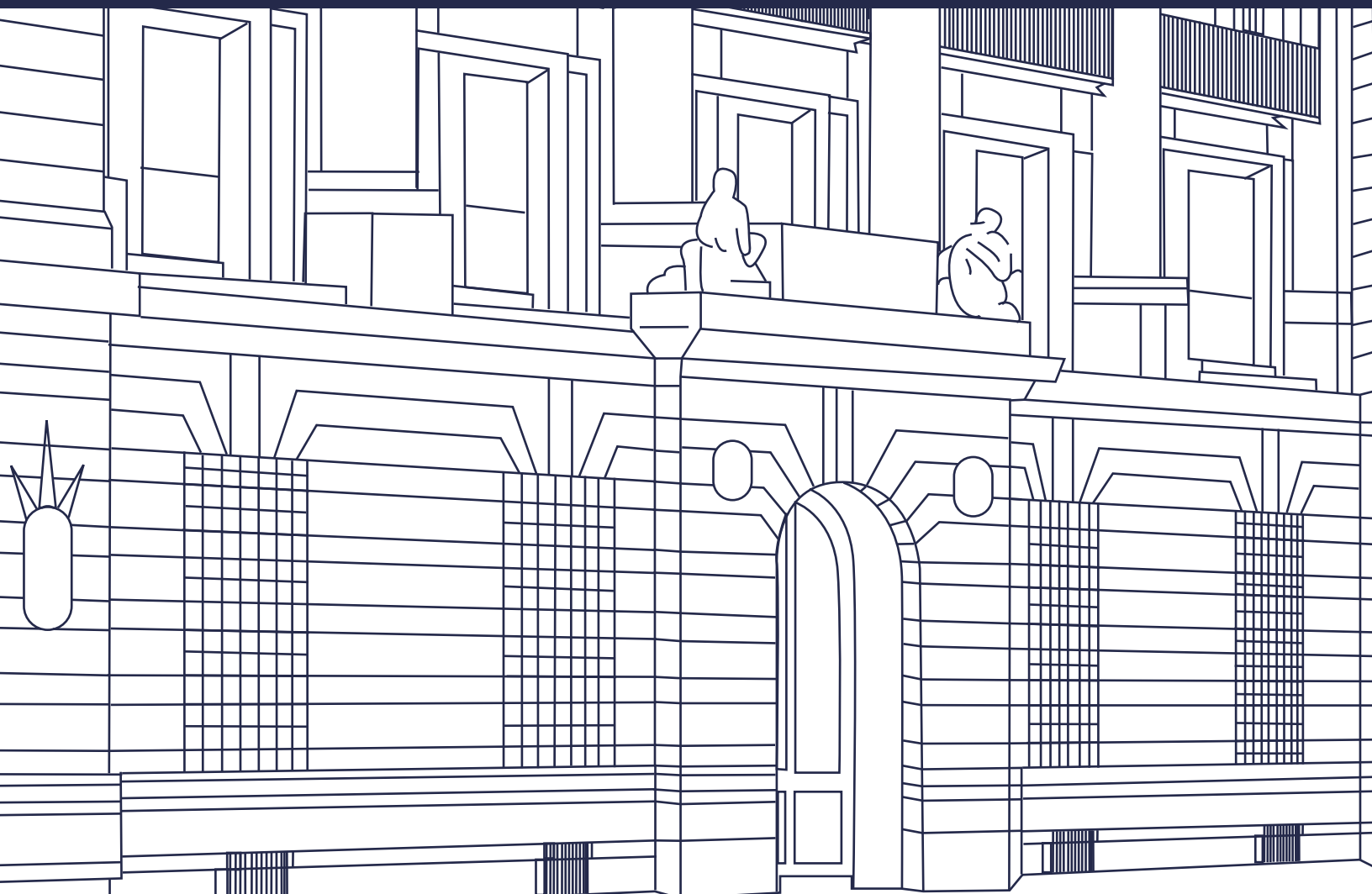




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 53

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 10 de agosto de 2017



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 10 de agosto de 2017.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

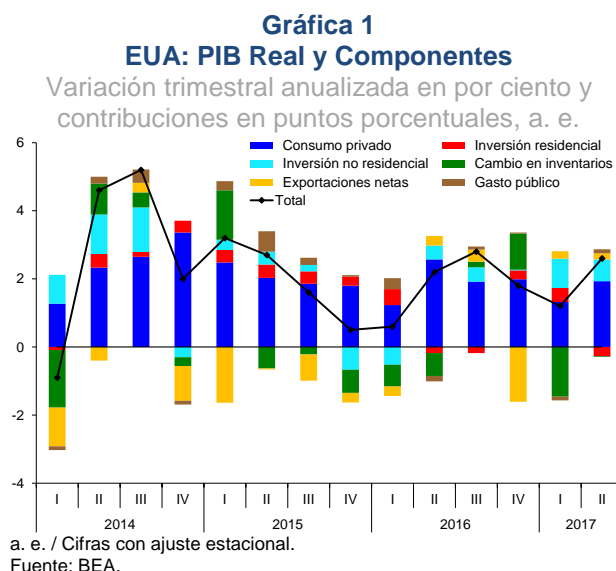
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

La actividad económica mundial continuó expandiéndose a un ritmo modesto durante el segundo trimestre del año de manera generalizada entre países y regiones. No obstante, este escenario de crecimiento sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo los derivados de la elevada incertidumbre que prevalece sobre el rumbo de la política económica en Estados Unidos, los crecientes riesgos geopolíticos en diversas regiones, así como

la posibilidad de que se implementen barreras al comercio internacional.

En Estados Unidos, la actividad económica registró un crecimiento de 2.6 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre del año, luego de haberse expandido 1.2 por ciento durante el primer trimestre. Dicho repunte se debió, principalmente, al mayor gasto en consumo privado, el cual podría asociarse al aumento del ingreso personal y los elevados niveles de confianza de los consumidores. También contribuyó el fortalecimiento de la inversión de las empresas y el crecimiento de las exportaciones netas (Gráfica 1).

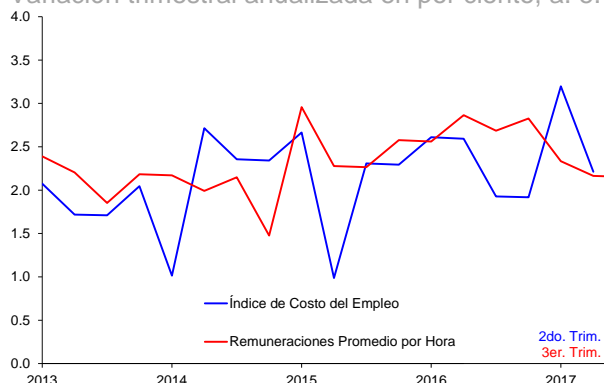


Durante el segundo trimestre del año, la producción industrial de Estados Unidos se expandió a una tasa trimestral anualizada de 4.7 por ciento, la mayor en los últimos tres años. El buen desempeño de este indicador refleja la recuperación de la actividad minera, en particular la petrolera, el repunte del sector de suministro de gas y electricidad, y la moderada expansión de la producción manufacturera.

En este contexto, el mercado laboral en Estados Unidos siguió mostrando un desempeño positivo. En los primeros siete meses del año se generaron 184 mil nuevos empleos mensuales en promedio, cifra similar a la registrada durante 2016. Adicionalmente, la tasa de desempleo se ubicó en 4.3 por ciento en julio. No obstante, el crecimiento de las remuneraciones salariales continuó siendo moderado (Gráfica 2).

Gráfica 2 EUA: Remuneraciones Medias por Hora e Índice del Costo del Empleo

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El dato del tercer trimestre de 2017 incluye solamente el mes de julio.
Fuente: BLS.

En la zona del euro, la actividad económica en el segundo trimestre del año se expandió a un ritmo de 2.3 por ciento en términos anualizados, superando el crecimiento de 2 por ciento observado durante el primer trimestre y mostrando un dinamismo cada vez más homogéneo entre países y sectores. El crecimiento se ha visto apoyado por una política monetaria considerablemente acomodaticia y por la recuperación del crédito, lo que ha impulsado tanto el consumo como la inversión privada. En este contexto, la tasa de desempleo siguió disminuyendo y se ubicó en 9.1 por ciento en junio, si bien el crecimiento de los salarios continuó siendo débil.

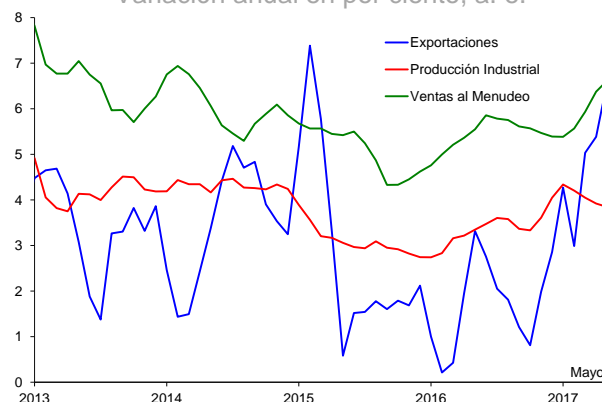
En las economías emergentes, la actividad económica también se ha venido fortaleciendo, beneficiándose de las condiciones financieras globales benignas, del entorno de mayor crecimiento global y de la recuperación de la demanda interna (Gráfica 3). Por regiones, la mayoría de los países de América Latina continuaron mostrando una mejoría, en Europa del Este prevaleció un crecimiento relativamente fuerte, y en algunas economías emergentes de Asia la expansión fue mayor a la anticipada. Adicionalmente, en estas economías se ha registrado en lo que va del año un aumento sostenido de las entradas de capitales y un incremento en los niveles de endeudamiento, tanto del sector privado como del público.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, un incremento durante las últimas semanas. Por un lado, se observó un repunte en los precios del petróleo, como resultado, en gran medida, de la disminución de los inventarios de crudo en Estados Unidos y de un menor ritmo de crecimiento en el número de plataformas de

perforación y extracción de crudo en ese país. A este incremento también contribuyeron la expectativa de que Arabia Saudita reduzca sus exportaciones de petróleo en los siguientes meses y el compromiso de Nigeria de participar en el acuerdo de recorte de producción de países de la OPEP y otros países productores. Por su parte, los precios de los metales industriales crecieron ante un desempeño favorable de la actividad manufacturera y de la construcción en China, aunado al continuo debilitamiento del dólar estadounidense. Por último, los precios de los granos mostraron una elevada volatilidad debido a preocupaciones sobre posibles afectaciones en las cosechas a causa de fuertes sequías en Estados Unidos.

Gráfica 3 Economías Emergentes: Indicadores de Actividad Económica

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

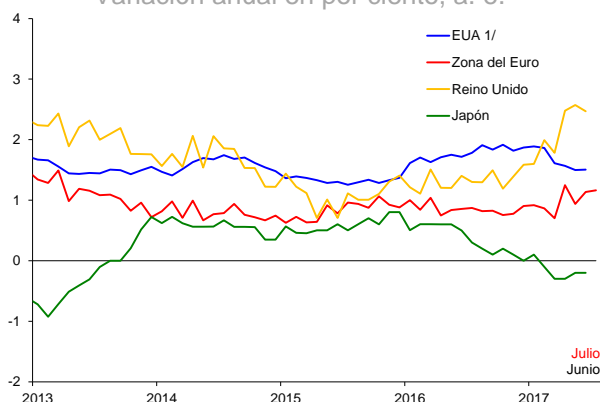
Fuente: CPB Netherlands, Haver Analytics y FMI.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial se ha mantenido baja en los últimos meses, reflejando la disminución en los precios de la energía, la ausencia de presiones salariales, a pesar de los menores niveles de holgura en los mercados laborales de múltiples países, y la presencia de factores transitorios en ciertas economías. Este ambiente de baja inflación y presiones salariales reducidas también pareciera estar influido, en parte, por ciertos factores estructurales, como el avance tecnológico y la globalización. Así, en las principales economías avanzadas, con excepción del Reino Unido, la inflación subyacente continuó ubicándose por debajo de las metas de sus bancos centrales, y las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercado se mantuvieron bajas

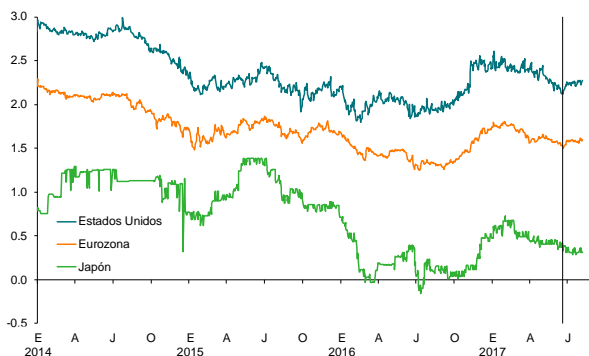
(Gráfica 4 y Gráfica 5). En Estados Unidos, las bajas expectativas de inflación también obedecen a la falta de avances de la agenda legislativa, particularmente en materia fiscal. En las economías emergentes, la inflación ha seguido disminuyendo, situándose en muchos casos incluso por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales, reflejando la reducción en los precios de la energía y el desvanecimiento de los efectos de las depreciaciones de las monedas nacionales correspondientes que se observaron durante buena parte del 2016.

Gráfica 4
G4: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: Excluye el efecto del impuesto al consumo de Japón.
1/ Corresponde al deflactor del gasto en consumo.
Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

Gráfica 5
Inflación implícita en los swaps de inflación de cinco años dentro de cinco años de países seleccionados
Porcentaje

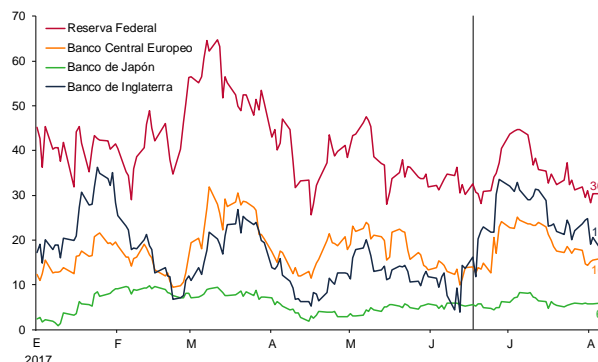


Fuente: Bloomberg
Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.

En este entorno, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido sus posturas de política monetaria acomodaticias.

Hacia adelante, se sigue anticipando que los principales bancos centrales retiren lentamente las medidas extraordinarias de estímulo monetario para acercarse a una postura más neutral. Así, las expectativas implícitas en instrumentos de deuda de corto plazo sugieren un aumento muy gradual de las tasas de referencia de los principales bancos centrales (Gráfica 6). En este sentido, los institutos centrales han expresado su confianza de que las condiciones monetarias acomodaticias seguirán contribuyendo a la mejoría del mercado laboral y a un eventual aumento en los salarios y en los precios. En la mayoría de las economías emergentes, las posturas monetarias han seguido siendo acomodaticias ante las menores presiones inflacionarias, registrándose incluso recortes en las tasas de interés de referencia en algunos países como Brasil, Colombia, Perú y Sudáfrica.

Gráfica 6
Aumento en la tasa de referencia de bancos centrales seleccionados implícito en la curva OIS* para el cierre de 2018
Puntos base



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.
*OIS: swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.
Nota: la línea negra representa la última reunión de política monetaria.

En su reunión de julio, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales entre 1 y 1.25 por ciento, reconociendo que la inflación ha disminuido y que esta se ubica por debajo de su objetivo de dos por ciento. No obstante, dado el crecimiento económico moderado y el buen desempeño del mercado laboral, se anticipa que ese instituto central haga un anuncio en septiembre de este año acerca del inicio de la reducción del tamaño de su hoja de balance y que posiblemente incremente su tasa de interés de referencia en su reunión de diciembre. Para 2018 y años subsecuentes, los mercados esperan aumentos moderados en la tasa de fondos federales, así como una estrategia gradual y pasiva de reducción de su balance.

Por su parte, en su reunión de julio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su postura monetaria. Si bien en su comunicado conservó abierta la posibilidad de prolongar su programa de compra de bonos en caso de ser necesario, esa Institución dejó entrever que, dada la mejoría en la situación macroeconómica de la región, podrían anunciar una reducción al monto mensual de compras en los próximos meses, la cual podría iniciar en 2018. A pesar de esto, el BCE recalcó que las condiciones monetarias continuarían siendo acomodaticias por un periodo relativamente extendido.

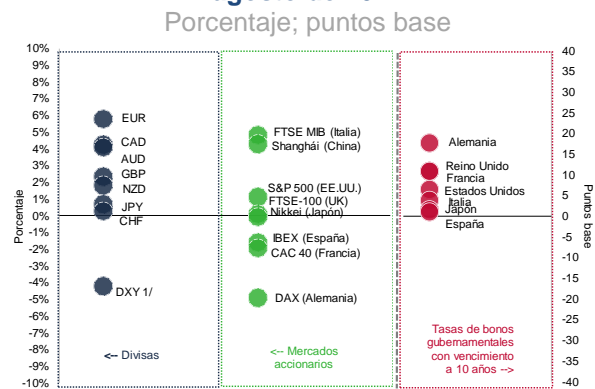
En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra también mantuvo sin cambio su postura monetaria. Cabe destacar que en su Comité prevaleció el consenso de que el ritmo de alza de tasas será gradual, reflejando las dudas sobre la fortaleza de la actividad económica. Sin embargo, en su comunicado destacó que de evolucionar la economía conforme a sus últimas proyecciones, las condiciones monetarias tendrían que endurecerse a un ritmo menos gradual de lo que las tasas implícitas de mercado reflejan.

En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio el monto de su programa de compra de activos y su guía para el control de la curva de rendimientos. Si bien esa institución revisó a la baja sus pronósticos de inflación y postergó hacia 2019 la fecha en la que estima alcanzar su meta de 2 por ciento, se mostró confiada en que se observe un aumento en la inflación debido al mayor crecimiento económico y la menor holgura que se ha registrado recientemente en el mercado laboral.

En este contexto, la expectativa de que los costos de financiamiento se mantengan bajos, aunado a un ambiente de baja volatilidad, propició que en los mercados financieros internacionales se notara una mayor intensidad por la búsqueda de mayores rendimientos a través de la recomposición de carteras de inversionistas institucionales hacia activos de mayor riesgo de mercado. Esto dio lugar al buen desempeño de los bonos corporativos y de los activos de mercados emergentes, así como a la apreciación de las divisas frente al dólar (Gráfica 7 y Gráfica 8). Por su parte, los índices accionarios tuvieron un comportamiento mixto. Las bolsas de Estados Unidos alcanzaron nuevos máximos históricos ante las mejores perspectivas de crecimiento y los sólidos resultados corporativos. En contraste, las bolsas europeas se vieron afectadas por el mal desempeño del sector exportador, como resultado de la apreciación del euro frente al dólar.

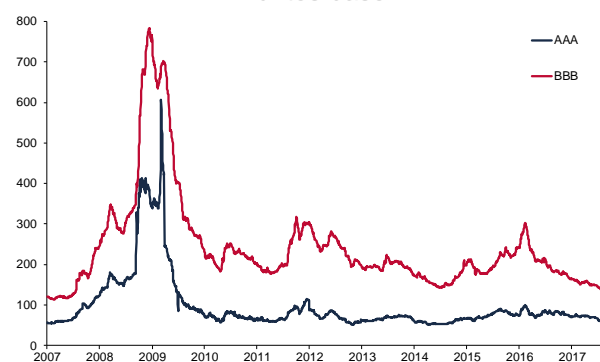
Finalmente, en los mercados de renta fija se observó un incremento en las tasas de interés, particularmente en los bonos de mayor plazo, ante la expectativa de que los bancos centrales de los principales países emergentes continúen con el proceso gradual de normalización de sus posturas monetarias.

Gráfica 7
Variación de indicadores financieros seleccionados del 19 de junio de 2017 al 7 de agosto de 2017



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

Gráfica 8
Diferenciales de rendimiento de bonos corporativos frente al rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos

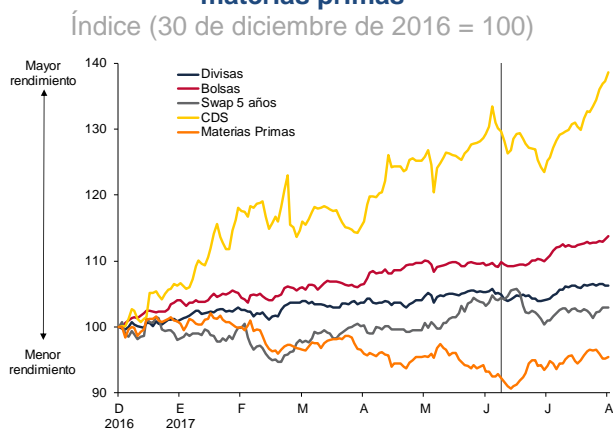


Fuente: Bloomberg e índices de Bank of America/Merrill Lynch.
Nota: la duración de los índices de bonos corporativos AAA es de alrededor de 10 años y la de los bonos corporativos BBB es de 7 años.

Reflejando los factores mencionados, los precios de los activos financieros de las economías emergentes también presentaron un desempeño positivo (Gráfica 9). En efecto, se continuaron observando flujos de entrada de capital hacia este conjunto de

países, tanto hacia activos de renta fija como de renta variable (Gráfica 10).

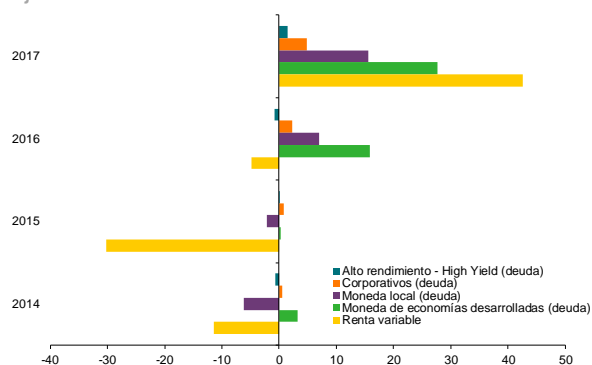
Gráfica 9
Índice de precios de activos emergentes y de materias primas



Nota: Los países que componen los índices son: México, Brasil, Colombia, Chile, Rusia, Polonia, Hungría, República Checa, Polonia, Sudáfrica, Corea del Sur, Malasia, India, Indonesia, Tailandia y Filipinas. Se considera el Bloomberg Commodity Index para el índice de materias primas. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.

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

Gráfica 10
Flujos dedicados a activos de mercados emergentes por año acumulados al mes de Julio
Flujos acumulados en miles de millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

No obstante lo anterior, hacia adelante persiste una serie de riesgos que podrían afectar el desempeño de los mercados financieros. En particular, destaca un escalamiento en las tensiones geopolíticas. Asimismo, sobresale la incertidumbre respecto a la aprobación de una reforma fiscal en Estados Unidos y al aumento del techo de endeudamiento de dicho país ante la falta de acuerdos en el Congreso. Por otro lado, siguen preocupando los bajos niveles de volatilidad y la alta valuación de algunos activos financieros, los cuales podrían presentar una corrección drástica si, por ejemplo, se observara un proceso de normalización de la política monetaria más acelerado al previsto.

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 nacionales también registraron un comportamiento favorable. En particular, el peso mexicano mostró una fuerte apreciación que lo llevó a cotizar en 17.45 pesos por dólar, su nivel mínimo del año, y a ubicarse en los últimos días en niveles cercanos a los 17.85 pesos por dólar (Gráfica 11). Dentro de los factores que contribuyeron al fortalecimiento de la moneda nacional destacaron la posición monetaria relativa de México frente a otros países, un ambiente externo que favoreció la búsqueda por rendimiento y el compromiso de las autoridades en materia fiscal. A este respecto, destacó que durante el periodo las calificadoras Standard and Poor's y Fitch Ratings modificaron de negativa a estable la perspectiva de la calificación crediticia de la deuda soberana del país.

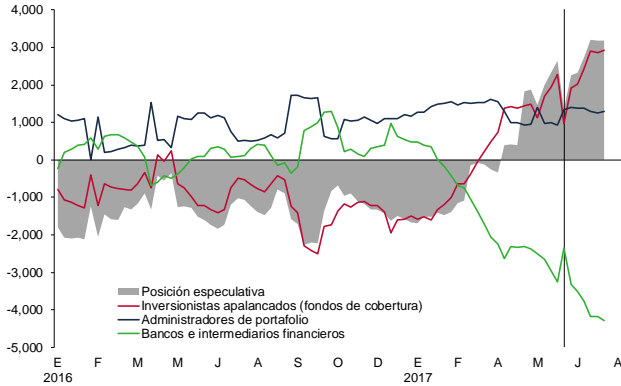
Gráfica 11
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



Nota: Corresponde a cotizaciones cada 30 minutos del tipo de cambio.
Fuente Bloomberg.

Las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron ordenadas durante todo este periodo. Adicionalmente, los pronósticos de los analistas y las expectativas implícitas en instrumentos de mercado respecto al nivel de cotización de la moneda nacional para finales del año continuaron disminuyendo. Por otro lado, se observaron nuevamente flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros a los mercados de la mayoría de los activos denominados en pesos mexicanos, destacando los relacionados con derivados cambiarios de corto plazo (Gráfica 12) y activos de renta variable.

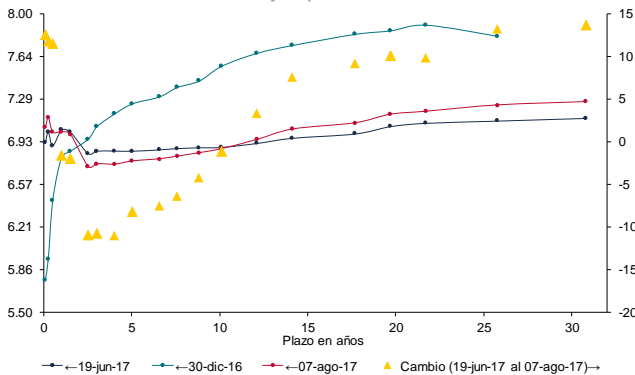
Gráfica 12
Posición neta del peso mexicano en los futuros
en Chicago Mercantile Exchange
 Millones de dólares



Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: CFTC y Banco de México.

En lo que respecta al mercado de deuda, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó movimientos acotados. Así, se observaron caídas de alrededor de 12 puntos base (p.b.) en los instrumentos de corto plazo y aumentos en los títulos de mayor vencimiento de hasta 13 p.b. (Gráfica 13). De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos (Gráfica 14), medida a través del diferencial de tasas entre los instrumentos de 30 y 3 años, se incrementó ligeramente durante el periodo (de 24 p.b. a niveles de 52 p.b.).

Gráfica 13
Curva de rendimientos de valores gubernamentales
 Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.
 Nota: El cambio en la curva de rendimientos se grafica en el eje derecho; el resto de las series, en el izquierdo.

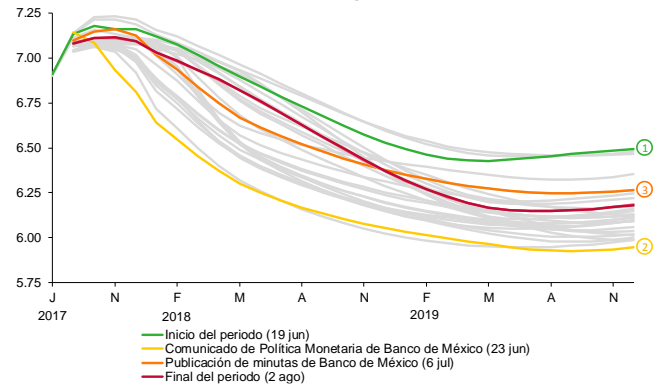
Gráfica 14
Diferenciales de tasas de rendimiento de
valores gubernamentales en México a plazos
seleccionados
 Puntos base



Nota: Las líneas punteadas denotan el promedio desde diciembre 2011. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: PIP.

Finalmente, las expectativas respecto al rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos anticipan que la tasa referencia permanecerá sin cambio hasta el mes de junio de 2018, fecha en la que el mercado espera un primer recorte (Gráfica 15). Cabe destacar que estas expectativas están en línea con lo esperado por los analistas del mercado.

Gráfica 15
Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIIE a
28 días
 Porcentaje



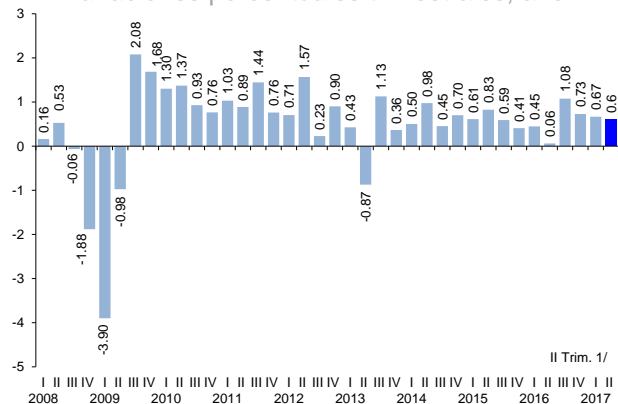
Fuente: Banco de México con datos de PIP.

2.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el segundo trimestre de 2017, la actividad económica en México registró un ritmo de expansión ligeramente menor al del trimestre previo, de acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI (Gráfica 16). Esta expansión reflejó la trayectoria positiva de las exportaciones y del consumo privado, al tiempo que persistió la debilidad de la inversión.

Gráfica 16
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las cifras correspondientes al segundo trimestre de 2017 se refieren a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

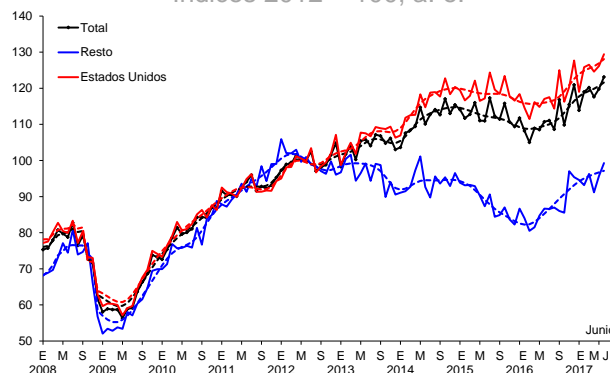
En cuanto a la demanda externa, el gradual fortalecimiento de la actividad económica global y el nivel más depreciado de la moneda nacional contribuyeron a que las exportaciones manufactureras de México continuaran recuperándose, después de la tendencia negativa que registraron en 2015 y principios de 2016. Este mejor desempeño de las exportaciones se observó tanto en las destinadas a Estados Unidos, como al resto del mundo (Gráfica 17).

Con respecto a la demanda interna, el consumo privado mantuvo una tendencia positiva, si bien de acuerdo a su indicador mensual exhibió cierta desaceleración en el bimestre abril – mayo respecto al ritmo de expansión observado en la segunda mitad de 2016. Destaca que el consumo de bienes nacionales ha registrado una clara pérdida de dinamismo, al tiempo que el de bienes importados ha presentado una recuperación, lo cual pudiera estar asociado, en parte, a la apreciación que recientemente ha mostrado el peso frente al dólar.

Por su parte, a inicios del segundo trimestre de 2017 la inversión en maquinaria y equipo se mantuvo estancada, a la vez que el gasto de inversión en construcción siguió registrando una trayectoria decreciente, debido a que tanto el rubro residencial, como el no residencial, mostraron tendencias negativas.

Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2012 = 100, a. e.



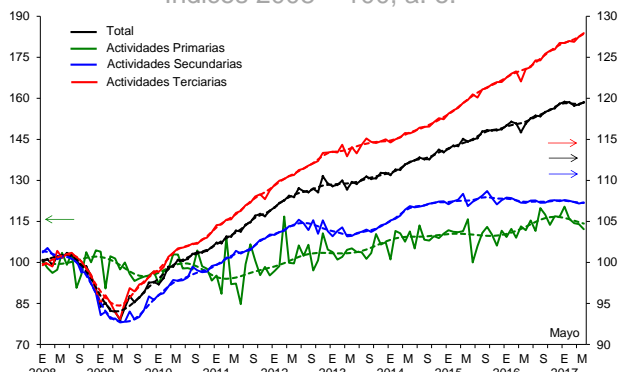
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

En relación al desempeño de la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento de la economía mexicana en el segundo trimestre de 2017 continuó reflejando el dinamismo de las actividades terciarias, toda vez que prevaleció la atonía que la actividad industrial en su conjunto ha venido registrando desde mediados de 2014, al tiempo que las actividades primarias mostraron una contracción (Gráfica 18). Al interior de la actividad industrial, destaca que en el periodo abril – mayo la manufacturera exhibió cierta pérdida de dinamismo respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016. Por su parte, la minería mantuvo una tendencia negativa, en tanto que la construcción presentó un estancamiento (Gráfica 19). En cuanto a los servicios, la trayectoria positiva que continuaron presentando en el bimestre abril – mayo de 2017 reflejó, principalmente, el crecimiento en el comercio y en los servicios de transporte e información en medios masivos; financieros e inmobiliarios; y de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas, si bien se aprecia cierta desaceleración de los tres primeros rubros respecto a lo observado hacia finales del año pasado.

Gráfica 18
Indicadores de la Actividad Económica

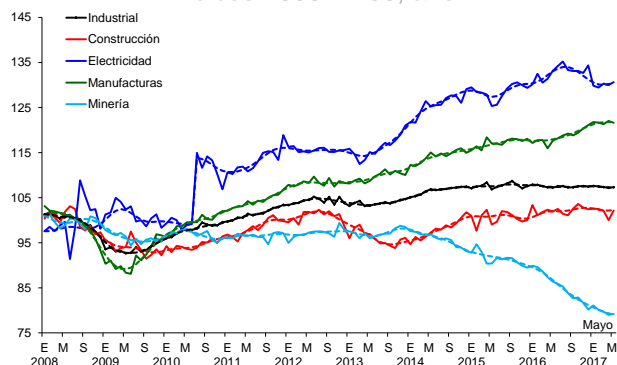
Índices 2008 = 100, a. e.



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

Gráfica 19
Actividad Industrial

Índices 2008 = 100, a. e.



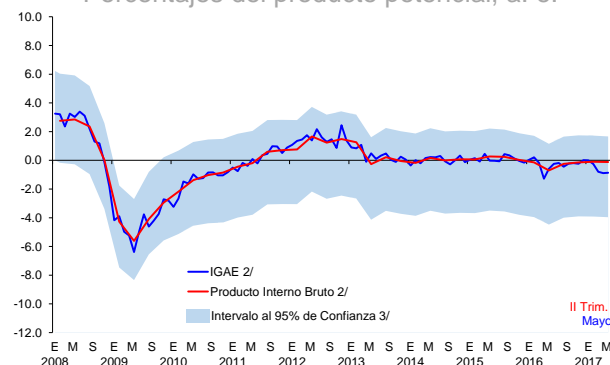
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 20). Asimismo, si bien las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechándose, de tal modo que dicho mercado parecería ya no tener holgura, no se perciben presiones salariales que pudieran afectar el proceso inflacionario.

En efecto, a finales del segundo trimestre de 2017 tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron exhibiendo una tendencia decreciente, por lo que siguieron ubicándose en niveles inferiores a los registrados en 2008 (Gráfica 21). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó mostrando una trayectoria positiva, si bien los salarios siguieron disminuyendo en términos reales. En este contexto, a principios de 2017 el comportamiento de las remuneraciones y el

de la productividad laboral ocasionaron que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto hayan presentado una trayectoria al alza, aunque se siguen ubicando en niveles bajos.

Gráfica 20
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 oportuno al segundo trimestre de 2017; cifras del IGAE a mayo de 2017.

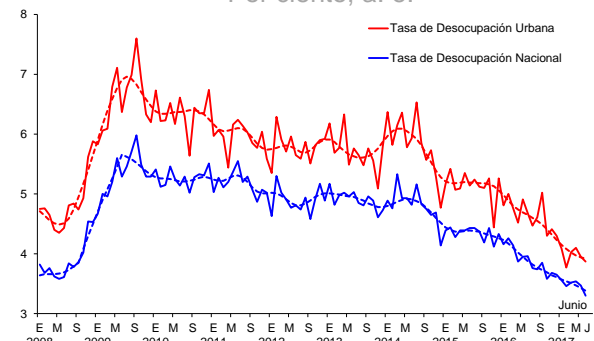
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

Gráfica 21
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.

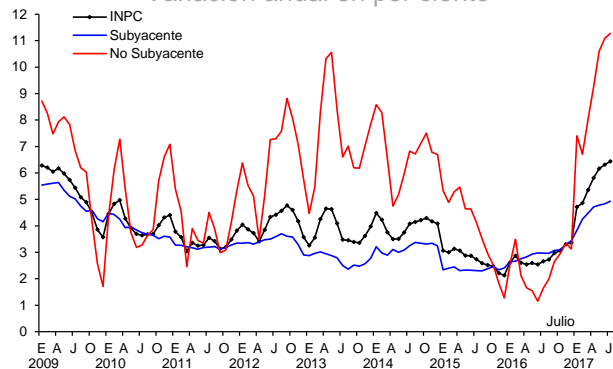
Al cierre del segundo trimestre de 2017, el financiamiento interno al sector privado no financiero continuó expandiéndose a un ritmo moderado, si bien sus componentes han mostrado un desempeño diferenciado. En particular, el financiamiento interno a las empresas siguió creciendo con dinamismo – reflejando, en buena medida, la sustitución de pasivos externos por internos por parte de las empresas grandes con acceso a mercados de deuda internacional –, mientras que el crédito a los hogares

se desaceleró. Por su parte, los costos del financiamiento continuaron aumentando como reflejo de los incrementos en la tasa de fondeo bancario, al tiempo que la calidad de las diversas carteras de crédito permaneció sin mayores cambios. Lo anterior sugiere la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual continuó ubicándose en niveles elevados, al alcanzar 6.31 por ciento en junio de 2017 y 6.44 por ciento en julio, si bien moderó su ritmo de crecimiento (Gráfica 22 y Cuadro 1), al tiempo que se observó un cambio de tendencia en algunos rubros que habían sido afectados por los choques relacionados a la depreciación que el peso ha acumulado frente al dólar desde finales de 2014 y al proceso de liberalización de algunos precios de energéticos. Así, el incremento reciente en la inflación general anual se explica, principalmente, por el impulso adicional que los aumentos de precios en ciertos productos agropecuarios han dado a la inflación no subyacente en los últimos meses. En efecto, si en julio se excluyera del cálculo del índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) el genérico jitomate, la inflación general anual en ese mes se hubiese ubicado en 6.17 por ciento.

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

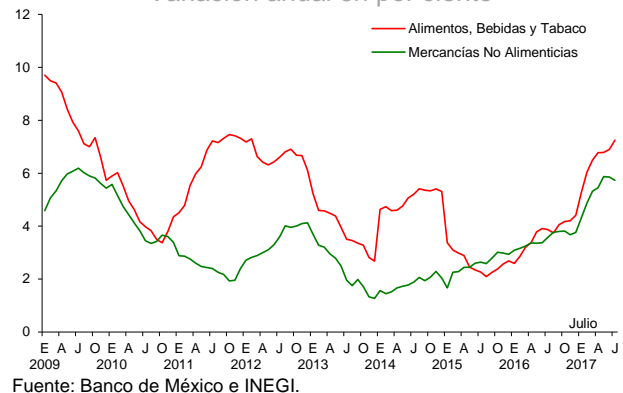


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual pasó de 4.83 por ciento en junio de 2017 a 4.94 por ciento en julio, con lo que moderó su ritmo de crecimiento. Por una parte, la variación anual del subíndice de precios de las mercancías continuó exhibiendo una tendencia al alza, impulsada, en buena medida, por el aumento que presentó el rubro de las mercancías

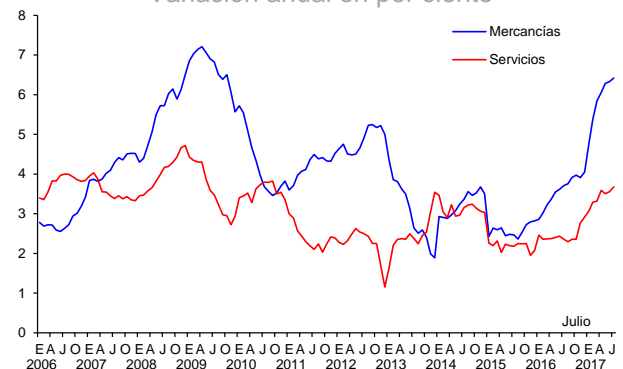
alimenticias. No obstante, la apreciación que ha tenido la moneda nacional parece estar contribuyendo a disminuir las tasas de crecimiento de los precios de las mercancías no alimenticias y, por ende, a moderar el ritmo de crecimiento de la inflación subyacente. En cuanto al subíndice de precios de los servicios, el aumento en su tasa de variación anual se debió, en lo fundamental, a menores reducciones en las tarifas de telefonía móvil y al repunte transitorio en los precios de los servicios turísticos, ambos respecto al año previo (Gráfica 23, Gráfica 24 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

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

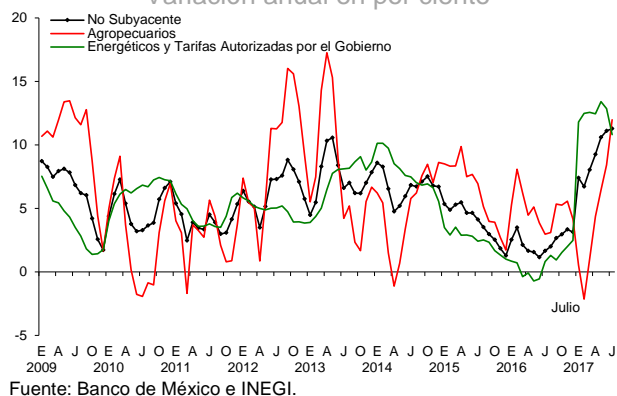


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual mantuvo niveles elevados, registrando 11.09 por ciento en junio de 2017 y 11.27 por ciento en julio (Gráfica 25 y Cuadro 1). Este comportamiento se explica, en su mayor parte, por el aumento que han presentado las tasas de variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios, especialmente los de frutas y verduras.

Lo anterior fue parcialmente compensado por las menores tasas de crecimiento anual del grupo de los energéticos en respuesta a la apreciación de la moneda nacional y la reducción en las referencias internacionales de varios de estos energéticos.

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



Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron ajustes moderados y siguen siendo congruentes con un aumento temporal en la inflación. En efecto, las expectativas para el cierre de este año se ajustaron ligeramente al alza ante los choques de oferta de principios de año y las sorpresas desfavorables en los datos de inflación respecto a lo esperado por dichos especialistas, mientras que las expectativas para plazos mayores permanecieron prácticamente sin cambios. En particular, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2017 aumentó de 5.9 a 6.0 por ciento entre las encuestas de mayo y julio de 2017; destaca que los cambios que esta ha registrado recientemente se han moderado, inclusive entre junio y julio permaneció prácticamente constante. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el cierre de 2018 y 2019 se mantuvieron en 3.8 y 3.5 por ciento, respectivamente, en tanto que las de largo plazo permanecieron en niveles cercanos a 3.5 por ciento entre las mismas encuestas. Por lo que respecta a

las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas se incrementaron en menor magnitud que en ocasiones anteriores y continuaron ubicándose alrededor de 3 por ciento. Mientras tanto, la prima por riesgo inflacionario registró una disminución importante.

Si bien en los próximos meses la inflación general anual seguirá por arriba de 6 por ciento, esta parecería estar acercándose a un máximo. Así, se prevé que en los últimos meses de este año la inflación general retome una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el año siguiente, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.00 por ciento hacia finales de 2018. Para la inflación subyacente anual, se anticipa que en 2017 permanezca por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que a finales de 2017 y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente hacia el objetivo de inflación. Estas previsiones toman en consideración los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015 hasta el momento y que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación en los siguientes trimestres, el desvanecimiento de los choques que ha enfrentado la inflación, la importante apreciación que ha tenido la cotización de la moneda nacional frente al dólar y la expectativa de que no se presentarán presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que, ante la simultaneidad y magnitud de los choques que ha tenido la inflación, tengan lugar efectos de segundo orden sobre ella, lo cual no ha sucedido a la fecha. De igual forma, que se presente una reversión de la apreciación que ha tenido la moneda nacional y que persistan los incrementos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien su efecto sobre la inflación sería transitorio. Igualmente, tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría empezar a presionar la inflación. A la

baja, que se consolide e incluso se profundice la apreciación de la moneda nacional. Que los precios de los energéticos disminuyan en correspondencia con sus referencias internacionales. Asimismo, que se presente una reversión mayor a la anticipada de los incrementos en los precios de productos agropecuarios que han afectado en los meses recientes a la inflación. En este mismo sentido, las

reformas estructurales podrían dar lugar a reducciones adicionales en diversos precios de la economía. Finalmente, una desaceleración mayor a la prevista de la actividad económica nacional dificultaría el surgimiento de presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y el mercado laboral.

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

Concepto	Diciembre 2016	Junio 2017	Julio 2017
INPC	3.36	6.31	6.44
Subyacente	3.44	4.83	4.94
Mercancías	4.05	6.33	6.42
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	6.90	7.25
Mercancías no Alimenticias	3.76	5.86	5.73
Servicios	2.92	3.56	3.68
Vivienda	2.41	2.57	2.56
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.37	4.32
Otros Servicios	3.04	4.35	4.66
No Subyacente	3.13	11.09	11.27
Agropecuarios	4.15	8.42	11.98
Frutas y Verduras	4.31	13.69	21.86
Pecuarios	4.06	5.45	6.46
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.49	12.86	10.81
Energéticos	2.42	15.20	13.07
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.60	8.85	6.99

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.

Todos los miembros señalaron que la actividad económica mundial continuó expandiéndose durante el segundo trimestre del año de manera generalizada entre países y regiones. La mayoría mencionó que la actividad económica en México se expandió en el segundo trimestre de 2017 a un ritmo ligeramente mayor al previsto. Todos coincidieron en que no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. La mayoría consideró que el mercado laboral parecería ya no tener holgura, aunque esto no se ha visto reflejado en presiones salariales que pudieran afectar al proceso inflacionario. La mayoría estimó que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado, volviéndose neutral, debido principalmente a que prevalece la percepción de que ha disminuido la probabilidad de que se materialicen los riesgos más extremos, como por ejemplo un severo deterioro en la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Apuntó que si bien la inflación general y la subyacente se ubicaron en 6.44 y 4.94 por ciento en julio de 2017, respectivamente, su ritmo de crecimiento ha comenzado a desacelerarse. Además, destacó que ya se presentan cambios de tendencia en algunos rubros afectados por los choques iniciales, como los correspondientes a los energéticos y a las mercancías no alimenticias. La mayoría indicó que aun cuando espera que en los próximos meses la inflación general anual siga ubicándose por encima de 6 por ciento, esta parece estarse acercando a su techo. De esta forma, prevé que en los últimos meses de este año la inflación general retome una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el año siguiente, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.00 por ciento hacia el segundo semestre de 2018. Finalmente, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación no presentó cambios con respecto al reportado en el comunicado anterior.

Todos los miembros mencionaron que la actividad económica mundial mostró una recuperación moderada durante el segundo trimestre del año de manera generalizada entre países y regiones. Un miembro enfatizó que el ritmo de crecimiento en dicho trimestre fue ligeramente mayor al anticipado, y otro mencionó que la información oportuna de producción y comercio sugiere un dinamismo que se extenderá durante los próximos trimestres. Así, la mayoría coincidió en que para el resto de 2017 y

para 2018 se prevé una recuperación moderada de la actividad económica global. Un miembro indicó que el Fondo Monetario Internacional, así como otras agencias internacionales, han ajustado marginalmente al alza sus expectativas de crecimiento global, aunque reconoció que a pesar de que la actividad mundial se ha acelerado, su crecimiento no se ha destacado por ser alto. Otro aclaró que si bien las proyecciones continúan apuntando a un fortalecimiento de la actividad, ha habido cierta recomposición de los pronósticos entre países con respecto a lo anticipado anteriormente. La mayoría resaltó que este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en Estados Unidos y el agudizamiento de tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como el posible tránsito hacia un ambiente más proteccionista en el comercio internacional, agregando uno que esto último podría a su vez dificultar los flujos internacionales de bienes y servicios, capital y mano de obra.

La mayoría sostuvo que a pesar de que se espera que la actividad económica mundial continúe mejorando, no se prevén presiones inflacionarias a nivel global. Algunos miembros señalaron que en prácticamente todos los países las presiones salariales han sido bajas, a pesar de que en muchos de ellos, principalmente en economías avanzadas, parece ya no haber holgura en el mercado laboral. Algunos ahondaron en las posibles razones por las cuales se observan bajas presiones inflacionarias. Uno de ellos mencionó como causal de lo anterior al cambio tecnológico y a los arreglos institucionales que han permitido fragmentar los procesos productivos acorde a las ventajas competitivas y a la estructura de costos en diferentes países y regiones. Consideró que esto, a su vez, ha permitido aprovechar la abundante mano de obra en Asia. Agregó que lo anterior, sumado a que las tecnologías de información han ayudado a inducir mayor competencia en la provisión de una amplia gama de servicios. Ambos elementos han apoyado la reducción de costos a nivel global. Adicionalmente, destacó que el cambio tecnológico en el sector energético ha incrementado considerablemente la elasticidad de la oferta de diversos hidrocarburos, lo cual ha reducido los choques de oferta que usualmente presentaba este sector. En la misma dirección, otro sostuvo que la relación entre la inflación y el desempleo, capturada tradicionalmente por la curva de Phillips, parecería estar cambiando de manera importante, lo cual podría estar motivado por avances tecnológicos, la globalización, la expectativa de que los precios de los energéticos se mantengan bajos y brechas del producto en terreno negativo en la mayor parte de las economías avanzadas. Algunos miembros

apuntaron que esto ha dificultado la lectura de la holgura laboral a través de los indicadores tradicionales en casi todos los países.

La mayoría sostuvo que en Estados Unidos el crecimiento del PIB se recuperó en el segundo trimestre, a la vez que el mercado laboral siguió fortaleciéndose. Al respecto, algunos miembros subrayaron que se ha mostrado una creación de empleo mayor a la anticipada y descensos adicionales en la tasa de desocupación. No obstante, uno de ellos notó que las presiones salariales se mantienen moderadas. En este contexto, la mayoría de los integrantes destacó que la inflación medida a través del deflactor del consumo siguió disminuyendo, en parte debido a factores transitorios. Algunos miembros señalaron que las proyecciones de crecimiento para la economía estadounidense se han revisado a la baja para 2017 y 2018, lo cual se basa en expectativas más moderadas de políticas de estímulo, entre ellas la fiscal. Un miembro argumentó que ha disminuido el entusiasmo que causó el inicio de la administración del presidente Trump debido a la falta de resultados en sus diferentes objetivos de política en lo que va de su mandato. Otro añadió que, debido a las dificultades de naturaleza política en ese país, incluso se podría ver afectada la continuidad operativa del gobierno en caso de no lograrse los acuerdos necesarios para incrementar a más tardar en octubre próximo el límite de su endeudamiento.

En este contexto, la mayoría comentó que la Reserva Federal mantuvo sin cambio la tasa de referencia en su decisión de julio. Agregó que en su comunicado reconoció la disminución en la inflación y que esta se ubica por debajo del objetivo de 2.00 por ciento. Destacó que dado el crecimiento económico moderado y el buen dinamismo del mercado laboral, se anticipa que ese Instituto Central anuncie sobre el inicio de la reducción de su hoja de balance en septiembre de este año y que posiblemente incremente su tasa de referencia en su reunión de diciembre. En este sentido, uno de ellos notó que, relativo a bancos centrales de otros países y regiones avanzadas, la Reserva Federal se encuentra más cerca de iniciar la reducción de su balance. La mayoría mencionó que para 2018 y años subsecuentes, los mercados esperan aumentos moderados y graduales de la tasa de fondos federales, así como una estrategia gradual y pasiva de reducción de su balance. Uno de ellos advirtió que la postura de política monetaria por parte de la Reserva Federal enfrenta la dificultad de evaluar de manera precisa el grado de holgura en la economía. Añadió que prevalece el riesgo de sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en ese país, lo cual se complica al considerar los retos derivados del manejo

simultáneo de la tasa de fondos federales y del tamaño de su hoja de balance. Otro agregó que la estrategia de comunicación adoptada y la gradualidad anunciada en la disminución del balance contribuirán a evitar ajustes desordenados en la parte larga de la curva de rendimiento, tanto en los bonos del tesoro norteamericano, como en el resto de los instrumentos de renta fija. Sin embargo, este es claramente un factor de riesgo sobre los mercados financieros internacionales.

Respecto a otras economías avanzadas, la mayoría de los integrantes indicó que en la Eurozona y Japón siguió observándose una recuperación de la actividad económica, si bien la inflación continúa en niveles bajos. Un miembro especificó que en estos países las cifras de actividad han resultado mejor a lo esperado, lo que apoya la expectativa de un crecimiento mayor al previsto. No obstante, recalcó que las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea son un riesgo al crecimiento para la Eurozona. Asimismo, señaló que persisten dificultades derivadas de la debilidad de las hojas de balance de los bancos comerciales de la zona del euro y explicó que el panorama para estos en general es desfavorable. Adicionalmente, indicó que los efectos del Brexit sobre la actividad económica del Reino Unido ya se están observando y han provocado ajustes a la baja en las previsiones de su crecimiento para 2017 y 2018. Respecto a las bajas presiones inflacionarias, otro sostuvo que la falta de presiones salariales en la zona del euro ha sido consecuencia de que la tasa de desempleo ha venido disminuyendo desde niveles muy elevados, y destacó que los bajos precios de los energéticos también han contribuido a que la inflación permanezca por debajo del objetivo del Banco Central Europeo.

La mayoría de los miembros indicó que en el contexto de una baja inflación global, se mantiene la perspectiva de políticas monetarias acomodaticias en el futuro inmediato, tornándose lentamente a neutrales, en particular en lo que respecta al Banco Central Europeo. Uno argumentó que un crecimiento global moderado también hace prever bajas tasas reales de interés, un proceso de normalización monetaria ordenado sin marcada volatilidad y, en consecuencia, políticas monetarias acomodaticias que validen dichas condiciones. Algunos notaron que se anticipa que la postura monetaria en la zona del euro continúe siendo muy acomodaticia por un periodo relativamente largo, y uno de ellos especificó que los mercados financieros prevén que, para finales de 2018, las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos y el Reino Unido serán solo ligeramente superiores a sus niveles actuales, y que en Japón y la zona euro se mantendrán en terreno negativo.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno indicó que la actividad en las economías emergentes se ha venido recuperando, beneficiándose de las condiciones financieras globales benignas, mientras que la inflación ha venido disminuyendo en la mayoría de los casos. Uno explicó que la recuperación de este grupo de economías ha sido más rápida respecto a la de los países avanzados, y otro apuntó que las proyecciones de crecimiento del primer grupo muestran una ligera mejora para 2017. Un miembro especificó que en la mayoría de las economías emergentes la inflación pareciera estar bajo control con políticas monetarias neutrales. Adicionalmente, la mayoría señaló que durante este año, las economías emergentes han observado un influjo de capitales sostenido y un aumento en los niveles de endeudamiento tanto del sector privado como del público. Uno comentó que en general los países emergentes, y principalmente los países petroleros, han manejado relativamente bien el ajuste de la caída en los términos de intercambio y los menores precios de las materias primas. Respecto a China, la mayoría de los integrantes subrayó que el crecimiento de esa economía apunta a una leve desaceleración de su actividad, en un contexto en el que aún persisten riesgos importantes en su sector financiero. Uno añadió que no es posible descartar escenarios adversos en virtud de algunas vulnerabilidades de consideración todavía presentes en ese país, incluyendo los elevados niveles de endeudamiento, tanto público como privado, y el todavía rápido crecimiento del crédito. Además mencionó que la superación oportuna de estas y otras vulnerabilidades podría verse impedida o al menos retrasada en virtud del conflicto que ello podría representar para el logro de los objetivos fijados en materia de crecimiento económico.

La mayoría de los miembros señaló que se ha observado una mejora en los mercados financieros internacionales. Uno de ellos mencionó que esta mejora ha sido propiciada por una recuperación moderada de la economía global y la expectativa de que la inflación a mediano plazo se mantendrá en niveles bajos. De esta manera, la mayoría notó que se ha observado una disminución en la volatilidad y un aumento en el apetito por riesgo. Uno destacó que la búsqueda de rendimientos se ha visto reforzada ante la percepción de que la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal será bastante gradual y ante la ausencia del estímulo económico que el mercado esperaba por parte de la administración del presidente Trump. Agregó que dicha búsqueda ha llevado a una depreciación del dólar respecto a la mayoría de las monedas. Otro agregó que la recuperación de los mercados financieros internacionales y las condiciones crediticias favorables han dado lugar a un mejor desempeño en una amplia gama de activos,

incluyendo los de las economías emergentes. En este contexto, puntualizó que se ha registrado una reducción en la volatilidad implícita de diversos mercados, índices accionarios, divisas e instrumentos de renta fija. Incluso algunos integrantes resaltaron que el comportamiento del dólar frente a las demás divisas ha suplantado al VIX como la variable más asociada al apetito por apalancamiento. En ese sentido, uno de ellos añadió que en los mercados financieros internacionales el posicionamiento en dólares ha pasado de ser largo a corto, es decir, se espera una tendencia a que se deprecie esta divisa. Algunos de los integrantes de la Junta advirtieron que prevalecen riesgos de naturaleza geopolítica que podrían aumentar la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Uno de ellos también agregó como riesgos que las economías emergentes han alcanzado niveles muy altos de flujos de capital respecto a años anteriores y que algunas economías avanzadas han empezado a registrar incrementos considerables en los precios de algunos activos que podrían no ser sostenibles. Apuntó que en este contexto cobra mayor relevancia el contar con una adecuada regulación prudencial y con la adopción de una estrategia clara y gradual de normalización de los balances por parte de aquellos bancos centrales que los han utilizado activamente. Adicionalmente, notó que el programa de desacumulación de activos de la Reserva Federal también podría representar un riesgo. Sin embargo, reconoció que se espera que la estrategia de comunicación adoptada y la gradualidad en la disminución del balance contribuyan a evitar ajustes desordenados en la parte larga de la curva de rendimiento, tanto en los bonos del tesoro norteamericano, como en el resto de los instrumentos de renta fija.

La mayoría de los miembros señaló que la actividad económica en México se expandió en el segundo trimestre de 2017 a un ritmo ligeramente mayor al previsto. Algunos apuntaron que el crecimiento fue moderadamente inferior al del trimestre anterior. En este sentido, uno añadió que, si bien el ritmo de crecimiento del PIB ha venido disminuyendo desde el cuarto trimestre de 2016, la desaceleración ha sido gradual y menor a la anticipada por los analistas. Otro integrante explicó que el desempeño de la actividad económica parece estar reflejando los efectos de un entorno donde persiste la incertidumbre externa y la asociada a diversos factores internos. En cuanto a los componentes de la demanda agregada, algunos miembros consideraron que la composición de sus contribuciones al crecimiento se ha modificado recientemente. Uno de ellos señaló que, en particular, lo anterior ha ocurrido como respuesta a cambios en precios relativos de la economía, sobre

todo a la luz de los choques recientes que ha enfrentado el tipo de cambio real. En este sentido, la mayoría coincidió en que la demanda externa mantuvo una tendencia positiva, lo que se reflejó en una mayor contribución de las exportaciones netas al crecimiento. Respecto a la demanda interna, concordó en que el consumo privado exhibió una desaceleración y destacó que prevaleció la debilidad de la inversión. Uno aclaró que la confianza de consumidores y empresas se ha recuperado de manera importante tras la disminución registrada a principios del año, aunque se mantiene en niveles reducidos. Otro precisó que tanto la inversión pública como la privada permanecen estancadas, argumentando que esto es preocupante para el crecimiento de la economía mexicana en el largo plazo. Además, subrayó que la inversión podría estar siendo afectada por la incertidumbre que ha surgido por la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y la discusión abierta sobre la relación bilateral con Estados Unidos. En cuanto al desempeño de las actividades productivas, un integrante destacó que ha continuado la expansión del sector de servicios, aunque a un ritmo menor, y que se ha observado un estancamiento de la producción industrial, a pesar de la recuperación de la manufacturera. En cuanto al mercado laboral, un miembro señaló que ha habido información favorable sobre la creación de empleo, mientras que otro agregó que se han observado nuevos descensos en la tasa de desempleo abierto. Como reflejo de todo esto, la mayoría resaltó que la actividad económica ha mostrado resiliencia a los choques que la han impactado en el curso de los últimos meses.

De acuerdo con lo anterior, algunos integrantes argumentaron que las perspectivas para la economía mexicana han mejorado, considerando que ha tenido un desempeño mejor al esperado en los últimos meses. Otros sostuvieron que se anticipa que la actividad económica en México continúe expandiéndose, si bien a tasas moderadas, en el resto de 2017 y en 2018. Uno de ellos consideró que es de esperarse que el ritmo de crecimiento del PIB continúe desacelerándose en los próximos meses. En este contexto, la mayoría estimó que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado, volviéndose neutral, debido principalmente a que prevalece la percepción de que ha disminuido la probabilidad de que se materialicen los riesgos más extremos, como por ejemplo un severo deterioro en la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Otro de los miembros afirmó que, si bien dicho balance de riesgos ha mejorado, mantiene un sesgo a la baja, en virtud de los retos que siguen enfrentándose tanto en el entorno externo como en el interno, señalando que dichos retos pudieran presentarse de manera simultánea. Entre los

riesgos de naturaleza externa, la mayoría de los miembros destacó la incertidumbre que existe en torno a la futura relación económica entre México y Estados Unidos y las negociaciones del TLCAN, mientras que algunos señalaron el riesgo de nuevos episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos o de otros factores. Uno destacó que aunque el inicio de las negociaciones del TLCAN ha sido mejor a lo anticipado, todavía es una etapa temprana del proceso. Entre los riesgos internos, algunos indicaron la incertidumbre derivada del proceso electoral del próximo año en México. Respecto a los determinantes del consumo, uno de los miembros mencionó el posible efecto adverso del descenso de los salarios reales sobre el mismo. La mayoría de los miembros puntualizó la posibilidad de que el entorno de incertidumbre externa mencionado, aunado a los factores internos, pudiera incidir sobre la inversión privada, mientras que algunos advirtieron también su posible incidencia sobre el consumo. No obstante, un integrante apuntó que, haciendo una reflexión más general sobre la economía, se han observado señales positivas y se han registrado cifras favorables, por lo que concluyó que la economía ha mejorado en su desempeño.

Todos coincidieron en que no se aprecian presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Uno consideró que la tasa de crecimiento actual es muy similar al promedio de crecimiento de la economía entre los años 2001 y 2015. En consecuencia, la brecha del producto se mantiene alrededor de cero, lo que ha sido el caso durante ya algunos años. En cuanto al mercado laboral, la mayoría apuntó que este parecería ya no tener holgura, aunque esto no se ha visto reflejado en presiones salariales que pudieran afectar al proceso inflacionario. En este entorno, uno señaló que es posible que esta falta de presiones salariales pudiera estar influida por una tasa de participación laboral relativamente baja y una tasa de subempleo ubicada todavía por encima de lo observado antes de la crisis. No obstante, otro recalcó que es importante monitorear cuidadosamente los términos y condiciones de las revisiones salariales en los próximos meses. Un miembro notó que diversos indicadores, como el déficit de la cuenta corriente, muestran que es previsible que no se registren presiones de consideración sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Sin embargo, otro destacó que la brecha del producto será ligeramente menos negativa en el futuro. La mayoría consideró que hacia adelante se prevé que sigan sin presentarse presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada,

puntualizando uno de ellos que esto se prevé para lo que resta del presente año y para el siguiente.

Con respecto a la inflación general anual, la mayoría sostuvo que los elevados niveles que ha venido presentando durante el año en curso reflejan el efecto de diversos choques, como la depreciación que desde finales de 2014 ha acumulado la moneda nacional, así como los efectos del proceso de liberalización de los precios de algunos energéticos y del incremento al salario mínimo en enero pasado. La mayoría también coincidió en que, en los últimos meses, la inflación general tuvo un impulso adicional como consecuencia de incrementos en los precios de ciertos elementos del índice no subyacente, como fueron los aumentos en las tarifas de autotransporte en la Ciudad de México y algunas otras ciudades del país y, más recientemente, en los precios de algunos productos agropecuarios. Argumentó que ante estos choques, se ha dificultado apreciar la mejoría que recientemente ha presentado el proceso inflacionario en México. Señaló que, si bien la inflación general y la subyacente se ubicaron en 6.44 y 4.94 por ciento en julio de 2017, respectivamente, su ritmo de crecimiento ha comenzado a desacelerarse. En particular, uno mencionó también que la inflación subyacente ha mantenido una trayectoria congruente con lo esperado. La mayoría destacó que ya se presentan cambios de tendencia en algunos rubros afectados por los choques iniciales, como los correspondientes a los energéticos y a las mercancías no alimenticias. En esta dirección, uno indicó que si se excluyera del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) el genérico jitomate, la inflación general anual en julio se ubicaría en 6.17 por ciento. Agregó que si se excluyeran los genéricos de jitomate, tomate verde, y papa, la variación hubiera sido de 6.08 por ciento, es decir, incluso menor a la inflación que hubiera resultado del mismo ejercicio para el índice de junio. En contraste, un miembro notó que la inflación ha seguido registrando cifras por encima de lo previsto. Apuntó que si bien la inflación medida mes a mes ha mostrado un descenso en el margen, esta se mantiene por encima de lo observado, en promedio, en los últimos años, recalcando el elevado nivel actual de la inflación subyacente (medida mes a mes) cuando se compara con la observada entre 2010 y 2016. Otro argumentó que ha habido avances importantes en el abatimiento de la inflación y que el proceso de convergencia al objetivo de 3 por ciento en la segunda parte de 2018 está en curso y va por el camino adecuado. En el mismo sentido, la mayoría sostuvo que no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, y uno de ellos enfatizó la ausencia de dichos efectos en el subcomponente de los servicios.

La mayoría coincidió en que las expectativas de inflación continúan reflejando un aumento transitorio en la misma. Así, destacó que mientras que las del cierre de 2017 se ajustaron al alza ligeramente de mayo a julio de 5.90 a 6.05 por ciento, aquellas de mediano plazo se mantuvieron por debajo de 4.00 por ciento y las de largo plazo en 3.50 por ciento. Uno explicó que el considerable aumento en las del cierre de 2017 refleja la magnitud de los choques que ha enfrentado la inflación recientemente. Algunos señalaron que la trayectoria esperada de la inflación derivada de las expectativas es congruente con los pronósticos del Banco de México, y la mayoría sostuvo que se mantienen ancladas las expectativas de mediano y largo plazo. Sin embargo, uno resaltó que las expectativas para finales de 2017 y 2018, y aquellas de largo plazo, se mantienen por encima de la meta del Banco de México. También argumentó que los diferenciales entre tasas nominales y reales de valores gubernamentales siguen apuntando a riesgos al alza para la inflación en el largo plazo.

La mayoría de los miembros comentó que aun cuando espera que en los próximos meses la inflación general anual siga ubicándose por encima de 6 por ciento, esta parece estarse acercando a su techo. Incluso uno indicó que la inflación general podría cerrar 2017 en un nivel de 6 por ciento o ligeramente por debajo de este nivel. De hecho, la mayoría prevé que en los últimos meses de este año la inflación general retome una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el año siguiente, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.00 por ciento hacia la segunda mitad de 2018. Uno agregó que la tendencia a la baja se hará más pronunciada a principios de 2018 por efectos aritméticos. Para la inflación subyacente anual, la mayoría anticipa que en 2017 permanezca por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual. Un miembro detalló que el proceso de convergencia de la inflación será más evidente en la subyacente, ya que es probable que se ubique por debajo de 5 por ciento al cierre de 2017.

La mayoría de los miembros consideró que, dada la actual postura de política monetaria, el balance de riesgos para la inflación no presentó cambios con respecto al reportado en el comunicado anterior. No obstante, uno opinó que las proyecciones de una cifra de alrededor de 3 por ciento para la inflación a finales de 2018 tienen un balance de riesgos al alza. Entre los riesgos que fueron discutidos, la mayoría comentó que, ante la simultaneidad y magnitud de los choques descritos, se podrían presentar efectos de segundo orden sobre la inflación, lo cual no ha sucedido a la fecha. Un miembro enfatizó que es

demasiado pronto para descartar la posibilidad de efectos de segundo orden de los choques inflacionarios que tuvieron lugar este año. Otro señaló, entre los riesgos al alza, posibles eventos extremos que, de materializarse, pudieran afectar severamente la economía nacional. Entre estos eventos incluyó una negociación no exitosa del TLCAN, un deterioro de las finanzas públicas asociado a vulnerabilidades estructurales, episodios de volatilidad en el proceso electoral de México del próximo año, eventos de naturaleza geopolítica a nivel internacional y un proceso no ordenado en la normalización de la política monetaria de la Fed. La mayoría también concordó en que continúan los riesgos de que se revierta la apreciación que ha registrado la moneda nacional. Algunos agregaron el riesgo de una mayor volatilidad en el mercado cambiario ante la renegociación del TLCAN, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y las elecciones presidenciales en nuestro país en 2018. Uno de ellos advirtió que la probabilidad de que estos episodios de volatilidad se prolonguen incluso más allá de mediados de 2018 es elevada. En este sentido, opinó que las proyecciones de inflación para el próximo año deberían tener como escenario base un entorno de volatilidad del tipo de cambio. Adicionalmente, la mayoría destacó el riesgo de que persistan incrementos en los precios de los bienes agropecuarios, aunque coincidió en que el impacto de estos últimos sobre la inflación sería transitorio. Asimismo, uno expuso el riesgo de que haya un nuevo ajuste extraordinario en el salario mínimo. Finalmente, la mayoría notó que, considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría empezar a reflejarse en la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja, mencionó que la apreciación de la moneda nacional podría consolidarse e inclusive reforzarse. Al respecto, un integrante explicó que, dado que la mayoría de los analistas ha revisado a la baja sus pronósticos para el tipo de cambio de cierre de 2017 y 2018, de materializarse una trayectoria como la prevista, se reducirán considerablemente las presiones sobre los precios de las mercancías. Adicionalmente, la mayoría señaló que los precios de los energéticos podrían disminuir, en línea con sus referencias internacionales. También indicó que en los próximos meses se podría presentar una reversión mayor a la anticipada de los incrementos en los precios de productos agropecuarios que han afectado a últimas fechas a la inflación general, además de que podrían registrarse reducciones en diversos precios de la economía como consecuencia de las reformas estructurales. La mayoría comentó que existe la posibilidad de que la actividad económica nacional presente una desaceleración mayor a la anticipada, lo que

dificultaría el surgimiento de presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y el mercado laboral. En este contexto, un miembro opinó que, en términos del muy corto plazo, los riesgos para la inflación son claramente a la baja, dada la previsible reversión del aumento en los precios de los productos agropecuarios mencionada anteriormente. Al respecto, otro expuso que es probable que las condiciones tanto externas como internas que enfrenta la inflación sean relativamente favorables.

La mayoría coincidió en que desde la última decisión de política monetaria, las condiciones en los mercados financieros nacionales han continuado siendo favorables. Algunos concordaron en que ello obedece, en parte, a la menor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales y a la búsqueda de mayor rendimiento por parte de inversionistas. Además, uno de ellos también mencionó el aumento de los diferenciales de las tasas de interés de corto plazo ajustados por riesgo de México respecto a Estados Unidos, y otro la percepción de mayor solidez de los fundamentos macroeconómicos del país. La mayoría destacó que, si bien la cotización del peso frente al dólar mostró cierta volatilidad, mantuvo la apreciación que registró en meses pasados. Otro miembro apuntó que esta volatilidad refleja, entre otros factores, la incertidumbre en torno a las futuras negociaciones del TLCAN. Respecto a la apreciación del peso, uno indicó que esta se ha visto acompañada de una revisión a la baja de los pronósticos de tipo de cambio por parte de analistas para el cierre de este año y el próximo. Otro miembro comentó que las condiciones de operación en el mercado cambiario se han mantenido ordenadas. Uno expuso que el apetito por operaciones de cobertura pudo haber afectado en el corto plazo el nivel del tipo de cambio. Sin embargo, esto mismo podría restarle volatilidad a la cotización de la moneda nacional en el futuro. Respecto a las tasas de interés, la mayoría señaló que las de corto plazo aumentaron en línea con la acción de política monetaria adoptada en junio pasado. Por su parte, las de mediano y largo plazo mostraron un comportamiento mixto, presentando cierto incremento las de mayor plazo. Al respecto, uno comentó que la restricción monetaria ha dado como resultado una curva de rendimientos prácticamente horizontal. En concordancia, la mayoría manifestó que los diferenciales de las tasas de interés entre México y Estados Unidos para horizontes de corto y largo plazo se han mantenido estables, si bien en niveles elevados, en particular los de menor plazo. Un miembro estimó que, aunque este diferencial de tasas es bastante significativo, sobre todo en el corto plazo, es adecuado a las circunstancias prevalecientes en México respecto a Estados Unidos. Por su parte, otro enfatizó que,

como en otras economías emergentes, las tasas de interés de largo plazo en México están determinadas por una combinación de factores, incluyendo varios de naturaleza externa. Por tanto, consideró que el riesgo de movimientos bruscos de dichas tasas de interés se mantiene latente, lo que implica que la curva de rendimientos también puede cambiar de manera importante en el corto plazo. Entre los factores que pueden causar nuevos episodios de volatilidad enumeró una descompresión de las primas por plazo en Estados Unidos, la normalización de su política monetaria, una disminución del apetito por riesgo global, las negociaciones del TLCAN y el proceso electoral en México el próximo año. No obstante, otro explicó que con los diferenciales de corto plazo cercanos a los 600 puntos base y los de mayor plazo alrededor de 440 puntos base, la curva de diferenciales de rendimiento se ha mantenido invertida. Señaló que ello ha contribuido a un ajuste ordenado en los mercados financieros ante los factores de incertidumbre de naturaleza externa e interna que afectan a nuestro país, así como ante el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

La mayoría de los integrantes comentó que la economía mexicana y los mercados financieros nacionales, han reflejado resiliencia ante los choques que los han afectado. Asimismo, señaló que el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos en la última década y media ha sido condición necesaria para que esto suceda. En este sentido, algunos miembros reconocieron que en efecto se ha generado una percepción de mayor solidez en los fundamentos económicos del país como resultado del manejo prudente de la política monetaria y del fortalecimiento de las finanzas públicas, si bien algunos agregaron que persisten ciertas vulnerabilidades estructurales en el ámbito fiscal. Así, la mayoría también advirtió que dado el entorno complejo que sigue enfrentando la economía mexicana, y a pesar de la referida resiliencia y de las mejores perspectivas sobre la relación bilateral de México y Estados Unidos, es importante que las autoridades perseveren en mantener dichos fundamentos, recalcando uno de ellos que esto contribuirá a propiciar un ajuste ordenado en la economía y en los mercados financieros, evitando rebalances abruptos en los portafolios de inversión. Adicionalmente, la mayoría subrayó los avances logrados en la implementación de las reformas estructurales, en particular la energética, destacando que, en reconocimiento a todo lo anterior, algunas de las agencias calificadoras ajustaron la perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable. Uno incluso apuntó que se ha observado una mejoría de los indicadores de

solvencia de México, superior a la registrada en promedio en otras economías emergentes.

La mayoría de los integrantes destacó que desde finales de 2015, el Banco de México ha implementado una estrategia de política monetaria oportuna, tomando las medidas necesarias para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de la secuencia de choques que ha recibido el país desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden, logrando así que las expectativas de mediano y largo plazo permanezcan ancladas. Uno agregó que con estas acciones, la tasa real ex ante de corto plazo es superior a 3.00 por ciento, y señaló que los choques que han afectado a la inflación en México han requerido que la postura monetaria interna se haya venido restringiendo a mayor velocidad y en mayor magnitud que el ajuste monetario presentado en Estados Unidos. Explicó que con ello es claro que la política monetaria en México se ha venido desligando considerablemente de la adoptada en ese país. Adicionalmente, mencionó que considerando la forma de la curva de rendimientos antes descrita, y dado que la inflación se ha visto afectada por choques de oferta y no por presiones significativas por el lado de la demanda, destaca el papel proactivo que la política monetaria ha tenido en anclar las expectativas de inflación y evitar efectos de segundo orden. Por su parte, otro miembro sostuvo que, dados los riesgos que siguen presentes para la inflación, y ante la imposibilidad de prever el impacto sobre esta de algunos eventos de gran trascendencia para la economía mexicana, particularmente la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la renegociación del TLCAN y el periodo electoral de 2018, que pudieran afectarla de manera simultánea, la respuesta de política monetaria hacia adelante es incierta. Apuntó que la expectativa generalizada entre los analistas y los mercados de ajustes a la baja de la tasa de interés de política monetaria hacia mediados del año entrante, se basa en supuestos riesgosos. Ello, debido a que el desenlace de los eventos descritos –que probablemente incidan con mayor fuerza sobre la inflación en 2018– es desconocido. Asimismo, considera preocupante que la expectativa de ajustes a la baja de la tasa de interés, se conjugue con expectativas de inflación de corto y largo plazo que se mantienen claramente por arriba de la meta. Argumentó que esto pone en evidencia que el Banco Central debe esforzarse todavía para lograr la credibilidad de sus objetivos, y sugiere que para los agentes económicos lo relevante no es lograr la convergencia de la inflación a la meta puntual, sino una cifra dentro del rango superior del intervalo de variabilidad alrededor de la misma. Recalcó que sería riesgoso que el Banco de México siguiera una estrategia de comunicación que parezca validar este

escenario. Destacó que, ante la incertidumbre mencionada, la política monetaria debe privilegiar la cautela y, en su opinión, la posibilidad de nuevos aumentos en la tasa de interés no debe descartarse. Otro integrante añadió que, a pesar de que parecería que la probabilidad de ocurrencia de eventos extremos ha disminuido de manera importante, la política monetaria debe permanecer prudente como actualmente es, toda vez que un relajamiento monetario prematuro ante los riesgos que prevalecen, podría ser muy costoso.

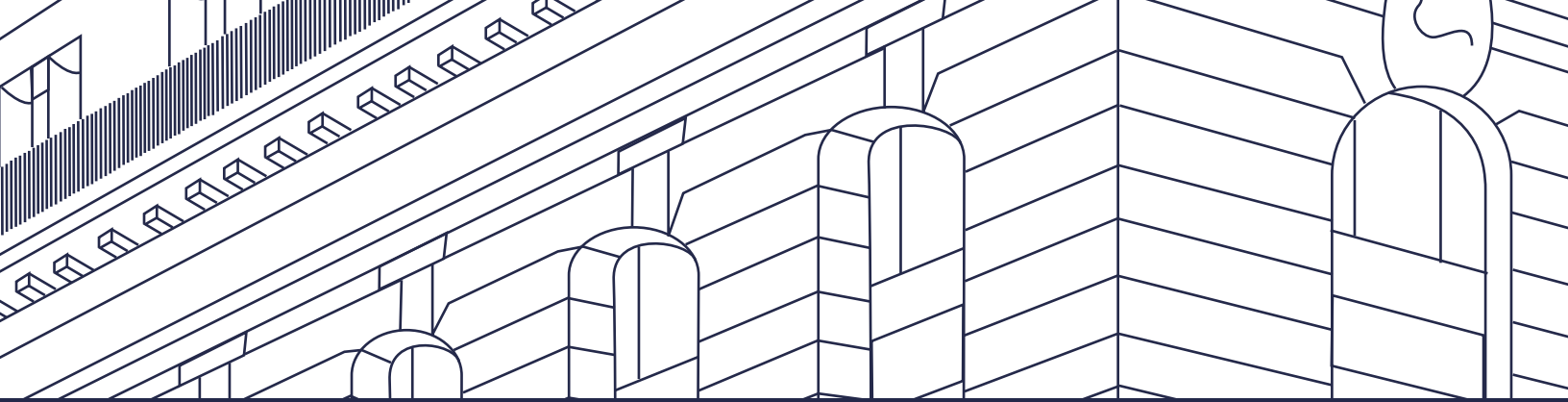
Algunos miembros recordaron que las acciones de política monetaria han aumentado la tasa de interés objetivo en 400 puntos base desde diciembre de 2015. Uno recalcó que México ha sido uno de los países que más ha ajustado su postura monetaria en los últimos años. Adicionalmente, la mayoría recordó que las acciones de política monetaria tienen un efecto rezagado sobre la inflación general. En este sentido, un miembro enfatizó que estas han sido asertivas y con bastante anticipación, dado que los canales de transmisión de la política monetaria son lentos e indirectos. Asimismo, apuntó que hay clara evidencia de que dichos canales, en particular el cambiario y el crediticio, están funcionando, lo que ha coadyuvado al anclaje de las expectativas de inflación. En este sentido, la mayoría reconoció la significativa apreciación de la moneda nacional frente al dólar, siendo este uno de los canales más importantes de transmisión de la política monetaria. Así, notó que las acciones que ha implementado el Banco de México han comenzado a reflejarse en diversos indicadores y rubros de la inflación que recientemente han mostrado una reducción en su tasa de crecimiento e, incluso, cierta reversión en su tendencia. Asimismo, señaló que todo lo anterior, aunado a que no se anticipan presiones por el lado

de la demanda, fundamenta la previsión central de que en este momento la postura de política monetaria es congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3.00 por ciento a finales de 2018. La mayoría de los miembros coincidió en que el Banco Central estará vigilante de que se mantenga una política monetaria prudente de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo. Un integrante mencionó que la economía aún enfrenta un entorno marcadamente incierto y no está exenta de presiones inflacionarias adicionales en los próximos meses, por lo que se debe estar atento, en caso de que sea necesario ajustar la postura política monetaria.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En este contexto, la Junta de Gobierno ha decidido por unanimidad mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.00 por ciento.

Hacia adelante, 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, así como la evolución de la brecha del producto. También evaluará la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 24 de agosto de 2017

