



BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 47

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 17 de noviembre 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:** 17 de noviembre 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

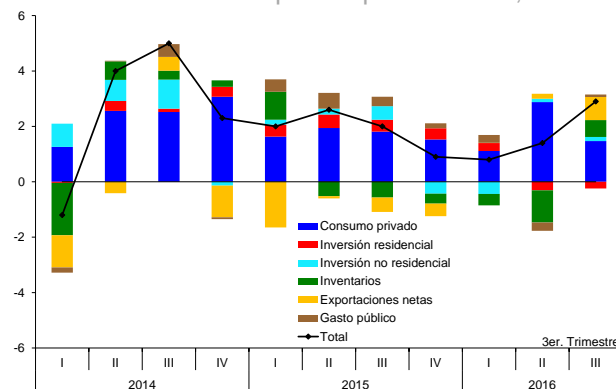
### 2.1.1. Actividad económica mundial

El panorama de la economía mundial se tornó más complejo en las últimas semanas, principalmente como consecuencia del proceso electoral estadounidense y su resultado, ante lo cual se observó un incremento en la volatilidad de los mercados financieros de todas las regiones. En este contexto, a pesar de la moderada recuperación que registró la economía mundial en el tercer trimestre, el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado, dada la posible implementación de medidas que pudieran obstaculizar el comercio exterior y la inversión extranjera.

En Estados Unidos, el PIB creció 2.9 por ciento durante el tercer trimestre, por encima del 1.4 por ciento registrado en el segundo trimestre del año (Gráfica 1). El mayor ritmo de expansión obedeció principalmente al hecho de que la contribución de los inventarios fue positiva por primera vez en año y medio, así como a un aumento significativo en las exportaciones netas. En contraste, el consumo privado moderó su ritmo de expansión con respecto a la fuerte alza observada el trimestre previo.

**Gráfica 1**  
**EUA: PIB Real y Componentes**

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

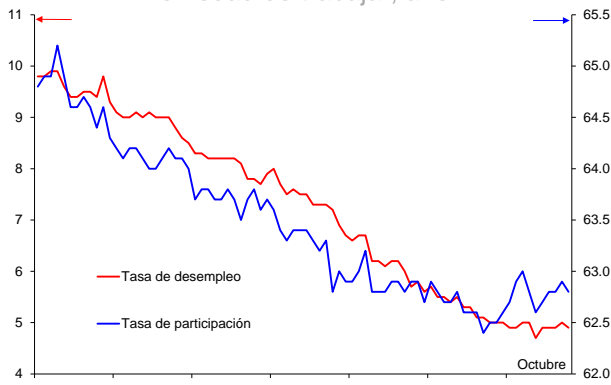


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BEA.

Además, el mercado laboral estadounidense continuó mejorando. En particular, desde finales del año pasado, la tasa de desempleo ha fluctuado en alrededor del 5 por ciento, nivel cercano al que se considera de largo plazo en la Reserva Federal, en un contexto en el que se observó un aumento en la tasa de participación laboral (Gráfica 2). Asimismo, se observó una moderada aceleración de los salarios.

**Gráfica 2**  
**EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación Laboral**

En por ciento de la fuerza laboral y la población civil en edad de trabajar, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BLS.

La producción industrial en Estados Unidos creció 2.0 por ciento a tasa trimestral anualizada en el tercer trimestre del año, después de haberse contraído por tres trimestres consecutivos. Dicha recuperación estuvo apoyada por un repunte en los sectores de la minería, por una continua recuperación de la actividad de generación de electricidad y gas, y por una gradual mejoría en las manufacturas.

En la zona del euro, el PIB aumentó 1.4 por ciento en el tercer trimestre, cifra ligeramente superior a la del trimestre previo, en tanto que el PIB del Reino Unido se expandió 2.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre, comparado con un aumento de 2.7 por ciento en el segundo trimestre. No obstante, la región sigue enfrentando riesgos asociados a la incertidumbre derivada de la negociación sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Además, persisten dudas sobre la solidez de los balances y la rentabilidad de su sistema bancario. Por su parte, la economía de Japón también mostró cierta recuperación, al

expandirse 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre, por arriba del 0.7 por ciento registrado en el segundo trimestre, debido principalmente a la fuerte expansión de las exportaciones netas.

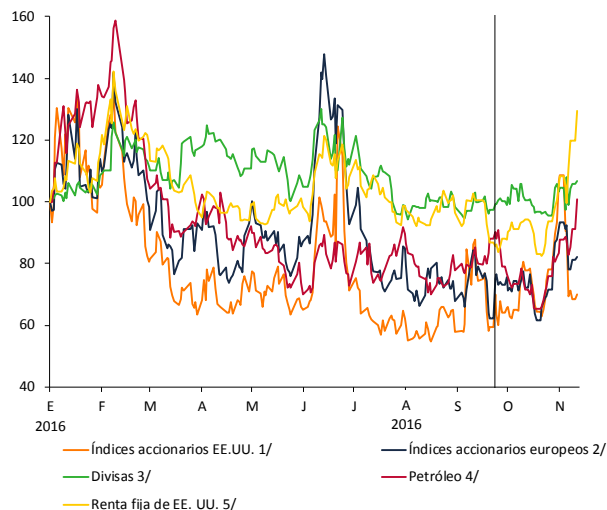
La actividad económica en los países emergentes en su conjunto también exhibió una recuperación durante el tercer trimestre, reflejando, en parte, el aumento en lo que va del año de los precios de los productos primarios, así como las mejores condiciones financieras que prevalecieron a principios del trimestre. En particular, China e India mantuvieron sus ritmos de crecimiento, mientras que Brasil y Rusia se contrajeron a tasas menores que las de los trimestres previos.

Los precios del petróleo registraron un repunte a finales de septiembre, luego de anunciarse que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) buscaría establecer un acuerdo para recortar su producción. Sin embargo, las crecientes dificultades para acordar los recortes individuales resultaron en una nueva caída en los precios del crudo. Por otro lado, los precios de los metales industriales repuntaron al final del periodo ante un aumento en la actividad de la construcción en China, así como por la expectativa de que la nueva administración de Estados Unidos impulse significativamente el gasto en infraestructura en los próximos años. Finalmente, los precios de los granos mostraron una ligera recuperación como resultado de reducciones en los pronósticos de producción y de acumulación de inventarios, si bien estos aún se encuentran en máximos históricos.

### 2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Como se señaló, los mercados financieros internacionales presentaron un comportamiento muy volátil en las últimas semanas, mostrando una elevada sensibilidad a la evolución de las encuestas de intención de voto en Estados Unidos (Gráfica 3). Dicha volatilidad se exacerbó luego de que se conociera el resultado de la elección presidencial. Al respecto, si bien permanece un alto grado de incertidumbre en relación a las políticas económicas que habrá de implementar el presidente electo de los Estados Unidos, su elección ya ha dado lugar a que los inversionistas inicien un proceso de recomposición de carteras. Así, las tasas de interés mostraron incrementos, tanto en países avanzados, como en emergentes.

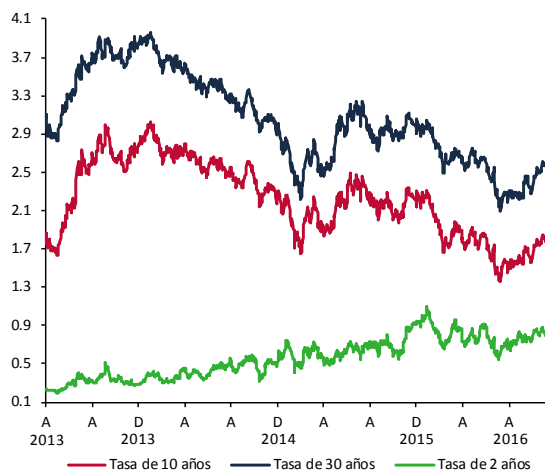
**Gráfica 3**  
**Índices de volatilidad implícita de mercados financieros seleccionados**  
 Índice 1-ene-2016=100



Fuente: Bloomberg. 1/ VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange. 2/ V2X: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs. 3/ CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%. 4/ OVX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo. 5/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones *at the money* a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada del comité política monetaria de Banco de México.

En particular, tras las elecciones, las tasas de los bonos de Estados Unidos con vencimientos a 10 y 30 años han aumentado alrededor de 40 puntos base, para alcanzar niveles cercanos a 2.2 y 3 por ciento, respectivamente, de manera que se observó un empinamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 4). Este movimiento obedece, en parte, a la expectativa de que la potencial política fiscal expansionista del nuevo gobierno esté financiada por la emisión de deuda de largo plazo. Así, el mercado considera que dicha política podría producir presiones inflacionarias, de modo que, si bien se sigue anticipando un ritmo gradual de normalización de la postura monetaria de ese Instituto Central, ahora se estima que dicho ritmo podría ser más acelerado y posiblemente de mayor magnitud que lo anticipado anteriormente (Gráfica 5).

**Gráfica 4**  
**Evolución de las tasas de interés de las notas del Tesoro de Estados Unidos a plazo de 2, 10 y 30 años**  
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 5**  
**Estados Unidos: curva de futuros de fondos federales**  
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

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

El movimiento de las tasas de interés en Estados Unidos también ha afectado a los mercados de renta fija a nivel global. En Europa, las tasas de interés de bonos gubernamentales a plazos de 10 años aumentaron más de 20 puntos base en los días posteriores a que se conociera el resultado de las elecciones en Estados Unidos. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado en países desarrollados se incrementaron sustancialmente en las últimas semanas (Gráfica 6).

**Gráfica 6**  
**Economías Avanzadas: Expectativas de Inflación de Largo Plazo Derivadas de Instrumentos Financieros<sup>1/</sup>**  
 Porcentaje



1/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se comprometa a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado. Fuente: Bloomberg.

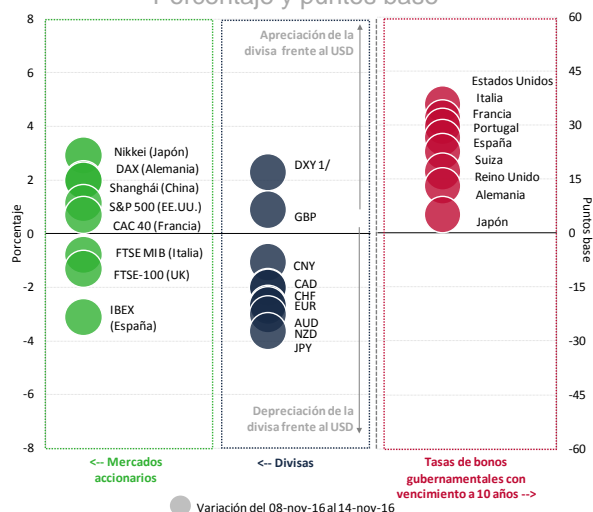
Por otro lado, en los mercados de renta variable de varios países desarrollados se ha observado un comportamiento moderadamente positivo ante la expectativa de que una política de mayor gasto público en Estados Unidos impulse la actividad económica en ese país (Gráfica 7). Destaca el avance de algunos sectores específicos que se podrían beneficiar de un mayor gasto en infraestructura y una regulación menos estricta. Al

respecto, las acciones del sector financiero, de salud, de materiales y de energía han mostrado ganancias de hasta 10 por ciento en los últimos días. Por el contrario, algunos sectores propensos a afectaciones en caso de que se materialice una política comercial más proteccionista han presentado retrocesos importantes.

Por su parte, en los mercados cambiarios el dólar se apreció frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados debido a la expectativa de un mayor crecimiento en Estados Unidos y la importante alza de las tasas de interés en ese país (Gráfica 7).

Los precios de los activos de países emergentes presentaron un comportamiento negativo, en un contexto generalizado de aversión al riesgo en el que las entradas de capital a dichas economías comenzaron a revertirse (Gráfica 8). En el margen, otros factores que también influyeron sobre esta dinámica fueron la incertidumbre respecto al rumbo de la política monetaria de los principales bancos centrales y las fluctuaciones en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo.

**Gráfica 7**  
**Evolución de indicadores financieros seleccionados del 8 al 14 de noviembre de 2016**  
 Porcentaje y puntos base



Fuente: Bloomberg.



**Gráfica 8**  
**Desempeño de activos financieros del 26 de**  
**septiembre al 14 de noviembre**  
 Porcentaje y puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés
América Latina	México	■	■	■
	Brasil	■	■	■
	Chile	■	■	■
	Colombia	■	■	■
	Argentina	■	■	■
Europa emergente	Rusia	■	■	■
	Polonia	■	■	■
	Turquía	■	■	■
	Rep. Checa	■	■	■
	Hungría	■	■	■
Asia	Corea del Sur	■	■	■
	Malasia	■	■	■
	India	■	■	■
	Filipinas	■	■	■
	Tailandia	■	■	■
	Indonesia	■	■	■
Africa	Sudafrica	■	■	■
	Nigeria	■	■	■

Nota: El cambio en las tasas de interés corresponde al cambio en la tasa swap a 5 años en los países seleccionados. Para el caso de Argentina se considera el bono gubernamental con vencimiento en 5 años.

Fuente: Bloomberg.

Hacia adelante, se espera que el comportamiento de los mercados financieros en países desarrollados continúe siendo volátil y sensible a la definición de las políticas económicas de la siguiente administración de Estados Unidos. En adición a lo anterior, permanecen diversas vulnerabilidades que podrían afectar a los mercados financieros y a la evolución de la actividad económica global. Destacan la incertidumbre alrededor del proceso de salida de Reino Unido de la Unión Europea; el escepticismo respecto de la efectividad y alcance de las medidas no convencionales de política monetaria; y el proceso de rebalanceo de la economía China y las consecuencias de impulsar su crecimiento a través de un mayor apalancamiento.

En el entorno de perspectivas de bajo crecimiento y de baja inflación en las economías avanzadas, los principales bancos centrales de dichas economías no modificaron su postura monetaria en sus últimas reuniones de política. En el caso particular de la Reserva Federal, en su reunión del 2 de noviembre, esta mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.25 a 0.50 por ciento. Señaló que el mercado laboral ha evolucionado de manera positiva y que el crecimiento de la actividad económica ha mejorado respecto al moderado avance observado en la primera mitad del año. Adicionalmente, en esa reunión indicó que las condiciones para un incremento en la tasa de fondos federales han mejorado y que dicha decisión pudiera considerarse apropiada relativamente pronto, de continuarse observando avances hacia el logro de sus objetivos. Por otro lado, reiteró que anticipa que

las tasas de referencia aumenten de manera gradual y se mantengan por debajo de los niveles de largo plazo por algún tiempo. Sin embargo, como se mencionó, ante los eventos más recientes el mercado anticipa una normalización relativamente más acelerada y de mayor magnitud que la esperada anteriormente.

Por el contrario, se sigue anticipando que la postura de política monetaria de otros bancos centrales de países avanzados se mantendrá acomodaticia por un periodo prolongado. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia en sus últimas reuniones. El BCE reafirmó su expectativa de que las tasas de interés se preserven en sus niveles actuales o por debajo de estos por un periodo de tiempo prolongado, que irá más allá de la duración del actual programa de compra de valores. Por su parte, el Banco de Japón revisó a la baja su pronóstico de inflación y pospuso el logro de su meta de inflación de 2 por ciento, esperando cumplirla hasta el año fiscal de 2018 en lugar de 2017, como se preveía anteriormente. Por último, el Banco de Inglaterra ratificó la continuación de su programa de compra de activos y señaló que el panorama para la actividad económica en el corto plazo ha mejorado con respecto a lo que se preveía hace tres meses, aunque permanecerá vigilante del posible impacto de la depreciación de la libra sobre la trayectoria de la inflación, esperando que a lo largo del próximo año esta última regrese a la meta establecida.

## 2.2. Evolución de la economía mexicana

### 2.2.1. Mercados en México

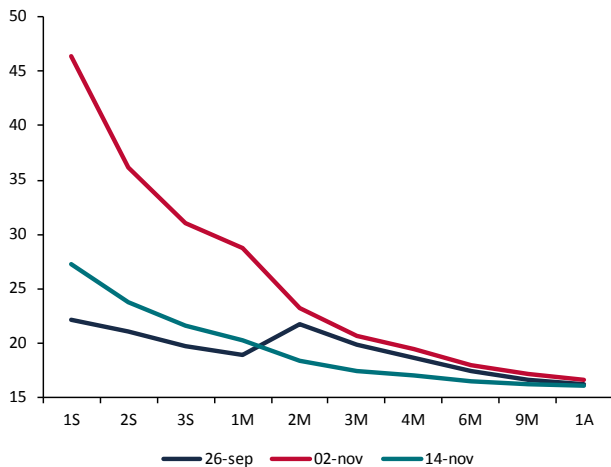
En semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los mercados financieros en México presentaron un comportamiento negativo, como consecuencia del proceso electoral en Estados Unidos y su resultado. En este sentido, el peso fluctuó en un rango muy amplio de operación de entre 18.13 y 21.40 pesos por dólar, alcanzando nuevos máximos históricos (Gráfica 9). De esta forma, el peso mexicano acumula una depreciación en el año de alrededor de 17 por ciento y es la divisa más depreciada de un amplio conjunto de países emergentes (Gráfica 8). Cabe destacar que este desempeño estuvo acompañado de un deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario. Al respecto, la volatilidad y el sesgo implícito en las opciones dólar - peso se incrementaron significativamente, particularmente en los vencimientos de corto plazo (Gráfica 10).

**Gráfica 9**  
**Tipo de cambio del peso mexicano**  
 Pesos por dólar



Nota: Se reportan las cotizaciones cada media hora del tipo de cambio.  
 Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 10**  
**Volatilidad implícita (ATM\*) en las opciones dólar-peso a diversos plazos**  
 Porcentaje



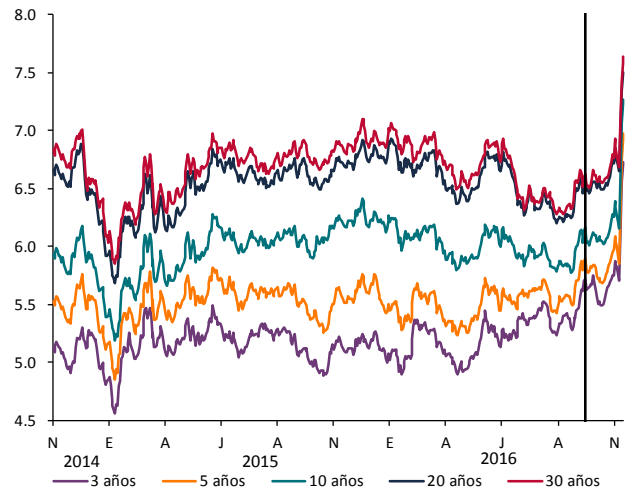
\* Opciones dentro del dinero.  
 Fuente: Bloomberg

En este contexto, las tasas de interés presentaron incrementos generalizados de entre 30 y hasta 125 puntos base (Gráfica 11). A pesar de lo anterior, la tenencia de los inversionistas extranjeros en valores gubernamentales continúa cercana a sus niveles máximos históricos. En relación a las condiciones de operación en el mercado de renta fija, estas se deterioraron significativamente en los días posteriores al resultado electoral en Estados Unidos (Gráfica 12).

Finalmente, las expectativas respecto al rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos anticipan un

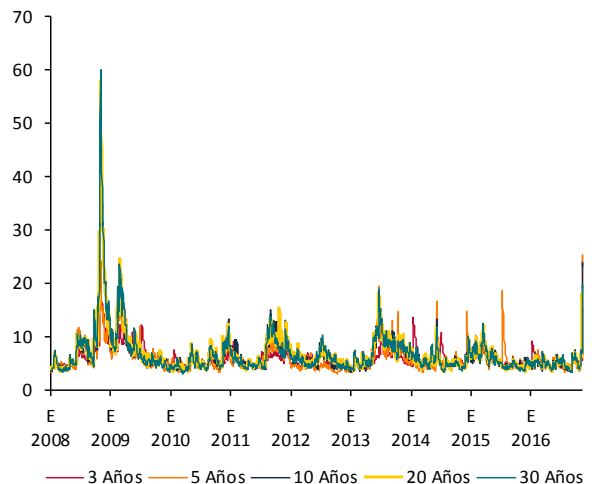
incremento de entre 25 y 50 puntos base en la tasa de referencia para la decisión de política monetaria de noviembre y de un incremento adicional de hasta 75 puntos base para la reunión de diciembre. Por su parte, la mayoría de los analistas anticipan un incremento de 50 puntos base en la decisión de noviembre (Gráfica 13).

**Gráfica 11**  
**Evolución de bonos gubernamentales denominados en pesos a plazos seleccionados**  
 Porcentaje



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

**Gráfica 12**  
**Volatilidad observada en bonos gubernamentales a distintos plazos**  
 Porcentaje



Nota: La volatilidad es calculada mediante un GARCH (1,1).  
 Fuente: Banco de México.

**Gráfica 13**  
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.

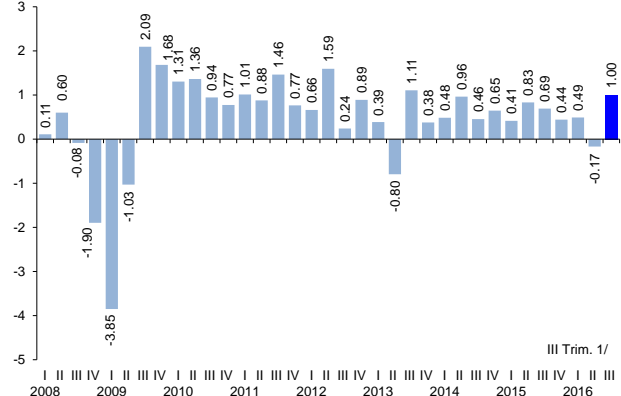
### 2.2.2. Actividad económica

De acuerdo a la estimación oportuna del PIB reportada por INEGI, en el tercer trimestre de 2016 la economía mexicana registró una reactivación, después de la contracción que se reportó en el segundo trimestre (Gráfica 14). En particular, en un contexto en el que la economía mundial presentó una incipiente mejoría, la demanda externa de México exhibió una recuperación, a la vez que el consumo privado registró un mayor ritmo de expansión. Por el contrario, la inversión continuó mostrando un débil desempeño.

En efecto, en el periodo julio-septiembre se observó una recuperación en las exportaciones manufactureras de México, tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo (Gráfica 15). Adicionalmente, la recuperación en las dirigidas al vecino país del norte se originó de crecimientos en el trimestre tanto de las exportaciones automotrices, como de las no automotrices. Este comportamiento parecería estar reflejando la incipiente recuperación de la actividad manufacturera y las exportaciones estadounidenses en el trimestre, así como cierta mejoría en la demanda de países distintos de Estados Unidos y, posiblemente, el efecto gradual de la depreciación del tipo de cambio real del peso frente al dólar.

**Gráfica 14**  
Producto Interno Bruto

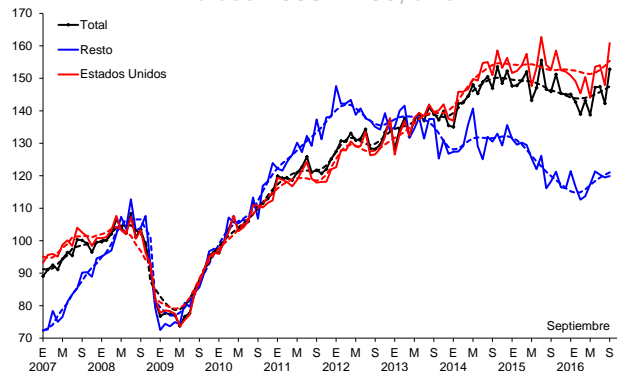
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Las cifras correspondientes al tercer trimestre de 2016 se refieren a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 15**  
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2008 = 100, a. e.



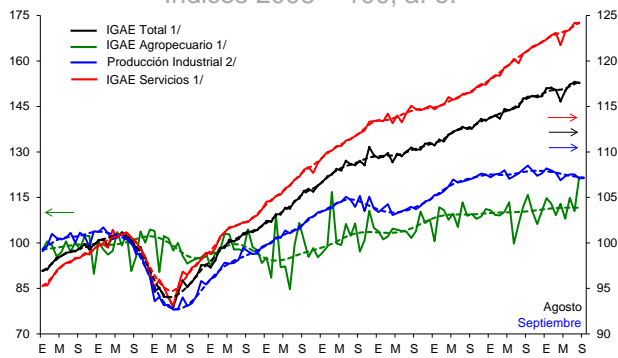
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Banco de México.

En cuanto a la demanda interna, después de la contracción observada en abril, el consumo privado retomó una trayectoria creciente que obedeció al dinamismo de su componente de origen nacional, toda vez que el importado mantuvo una tendencia decreciente, lo que parecería ser congruente con la depreciación que ha registrado la moneda nacional. Por su parte, prevaleció la debilidad de la inversión fija bruta, la cual se ha visto afectada, en buena medida, por una menor obra contratada por el sector público. Por el contrario, el agregado de maquinaria y equipo continuó mostrando una mejoría, después de la contracción que exhibió a finales de 2015 y principios de 2016.



En lo que respecta al desempeño de la actividad económica por el lado de la producción, la recuperación que se observó en el tercer trimestre del año fue reflejo de la reactivación que presentó el sector de servicios, toda vez que la producción industrial en su conjunto permaneció estancada (Gráfica 16).

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

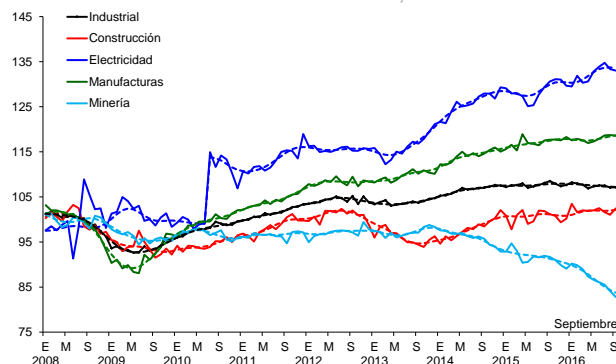


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Cifras a agosto de 2016.  
2/ Cifras a septiembre de 2016 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En particular, al interior de la actividad industrial, en el periodo julio-septiembre la minería siguió mostrando la trayectoria decreciente que ha registrado desde principios de 2014 (Gráfica 17). Asimismo, derivado de la menor obra contratada por parte del sector público, la construcción continuó exhibiendo un débil desempeño. Por el contrario, en el tercer trimestre persistió la mejoría que la producción manufacturera había empezado a presentar desde finales del trimestre previo. Dicha recuperación respondió, en parte, a la regularización de actividades en diversas plantas automotrices y al inicio de actividades en una planta de nueva creación.

Por su parte, en el periodo mayo-agosto las actividades terciarias presentaron una reactivación, después de la fuerte contracción que registraron en abril. A su interior, destaca la tendencia creciente en los agregados de servicios de transportes e información en medios masivos, de los servicios financieros e inmobiliarios, y de los de esparcimiento y otros servicios.

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

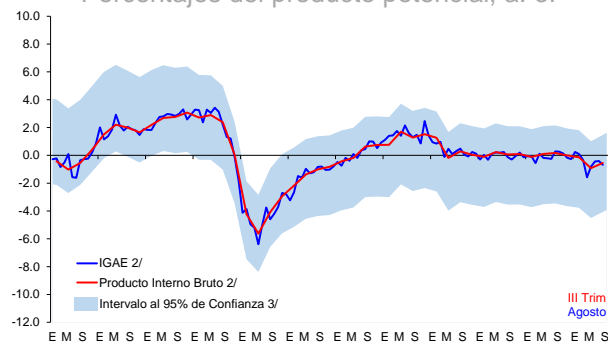


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

### 2.2.3. Determinantes de la inflación

A pesar de la reactivación que presentó la actividad productiva, no se perciben presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios de la economía (Gráfica 18).

**Gráfica 18**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
Porcentajes del producto potencial, a. e.



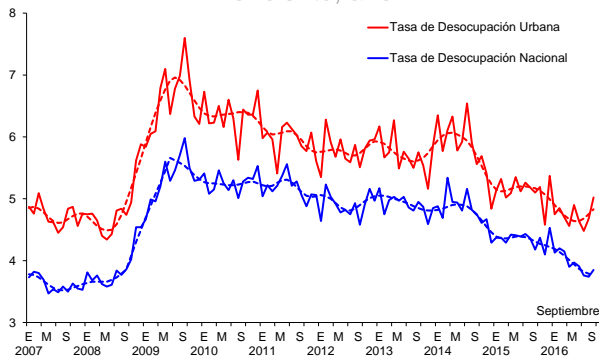
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB oportuno al tercer trimestre de 2016; cifras del IGAE a agosto de 2016.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto 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.

Por su parte, las condiciones en el mercado laboral parecerían haber continuado mejorando. En particular, la tasa de desocupación nacional siguió disminuyendo, si bien la de desocupación urbana permaneció en niveles cercanos a los del trimestre previo (Gráfica 19). De manera relacionada, el elevado ritmo de crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó durante el tercer trimestre del año en curso. Asimismo, los

indicadores salariales siguieron reportando crecimientos en términos reales. Este comportamiento, en conjunto con el desempeño mostrado por la productividad laboral, ha conducido a un incremento en los costos unitarios de la mano de obra, tanto para la economía en general, como para el sector manufacturero en particular, si bien aún permanecen por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera global de 2009 (Gráfica 20).

**Gráfica 19**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**

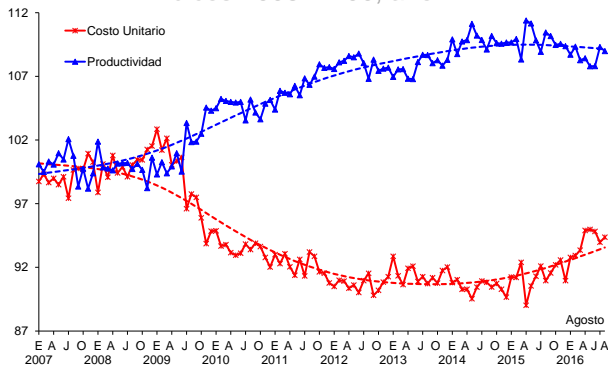
Por ciento, a. e.



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

**Gráfica 20**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero<sup>1/</sup>**

Índices 2008 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.  
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

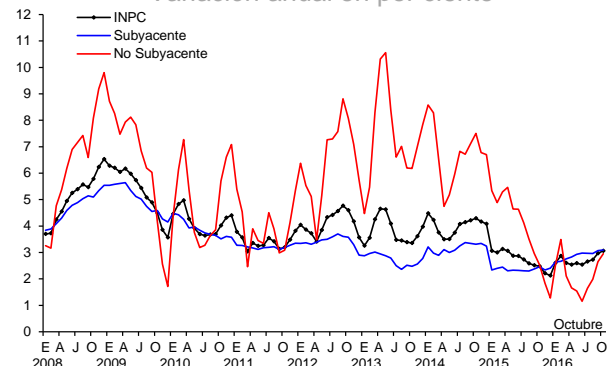
El financiamiento al sector privado no financiero al cierre del tercer trimestre continuó expandiéndose con dinamismo, no obstante que su ritmo de crecimiento en términos reales anuales se moderó

con respecto al trimestre previo. Ello ocurrió en un contexto en el que los costos del financiamiento — particularmente los de las empresas y el del segmento de tarjetas de crédito— se incrementaron, en concordancia con los mayores costos de fondeo bancario. Por otro lado, los índices de morosidad en general permanecieron en niveles bajos y estables. Así, hasta el momento no se vislumbran presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

## 2.2.4. Evolución y perspectivas de la inflación

Después de haber acumulado diecisiete meses consecutivos en niveles por debajo de la meta de 3 por ciento, en octubre la inflación general anual se ubicó por encima de esa cifra. En particular, en dicho mes la inflación general se ubicó en un nivel de 3.06 por ciento, mientras que en septiembre se situó en 2.97 por ciento. El repunte observado en la inflación fue conforme a lo esperado y se debió a la combinación de la tendencia gradual al alza que ha presentado la inflación subyacente y del aumento que ha tenido la inflación no subyacente en los últimos meses (Gráfica 21 y Cuadro 1).

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

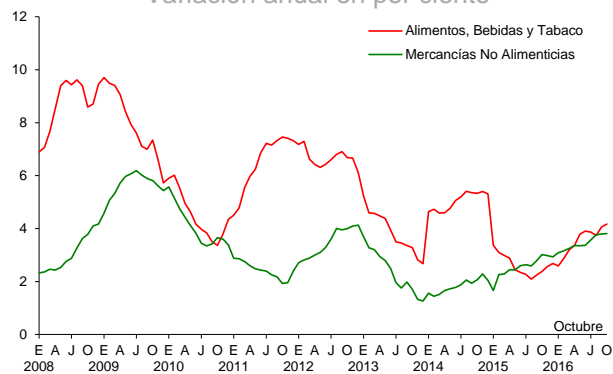


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual pasó de 3.07 a 3.10 por ciento entre septiembre y octubre. El aumento gradual que ha tenido este indicador se explica, principalmente, por el ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios, como resultado de la depreciación de la moneda nacional. Así, al interior del índice subyacente, se observan comportamientos diferenciados. Por una parte, los precios de las mercancías han mantenido incrementos en sus tasas de crecimiento anual, destacando aquellas de las mercancías alimenticias. En contraste, el ritmo de crecimiento anual de los precios de los servicios se ha caracterizado por

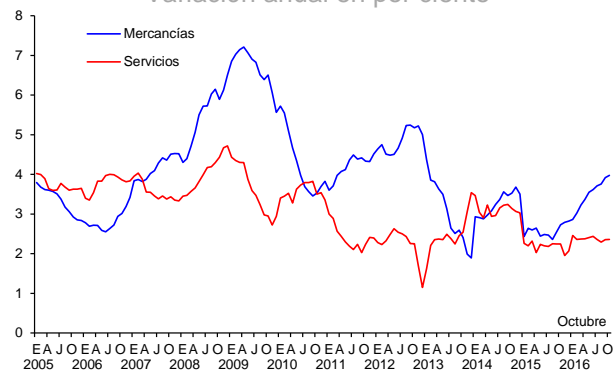
mantener niveles bajos y estables (Gráfica 22, Gráfica 23 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

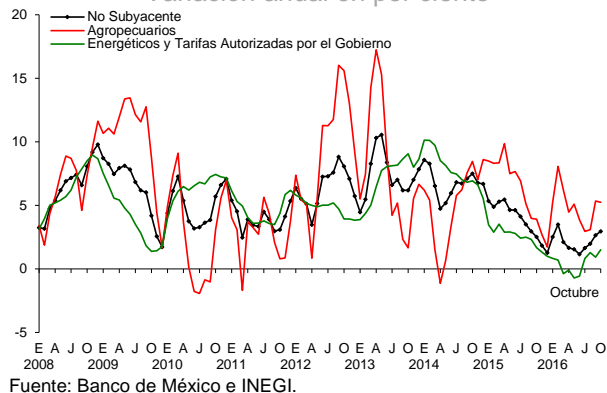
**Gráfica 23**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre septiembre y octubre, el componente no subyacente aumentó su ritmo de crecimiento anual, al pasar de 2.65 a 2.95 por ciento. En este resultado influyeron, principalmente, las mayores tasas de crecimiento anual observadas en los precios de los productos agropecuarios, así como los incrementos de precios registrados en las gasolinas en las ciudades de la frontera norte del país (Gráfica 24 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

La mediana de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2016 aumentó de 3.12 a 3.25 por ciento entre las encuestas de agosto y la de octubre de 2016. Asimismo, las correspondientes al cierre de 2017 pasaron de 3.40 por ciento a 3.53 entre las referidas encuestas, en tanto que aquellas para horizontes de más largo plazo registraron un aumento marginal de 3.3 a 3.4 por ciento. Por su parte, 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) continúan estables cerca de 3 por ciento, a la vez que la prima por riesgo inflacionario siguió prácticamente sin cambios, ligeramente por encima de cero. Así, la compensación por inflación y riesgo inflacionario ha mostrado cierto incremento, si bien desde los niveles mínimos históricos que alcanzó a principios de 2016. Cabe señalar que la estimación de la expectativa de inflación de largo plazo y prima por riesgo inflacionario derivada de estos instrumentos está sujeta a cierta incertidumbre, toda vez que la presencia de diversas primas de riesgo (por ejemplo, de liquidez) podría afectar los resultados.

Se prevé que la inflación general anual siga aumentando de manera gradual y que se sitúe ligeramente por arriba de 3 por ciento hacia el cierre de este año. Para la inflación subyacente, se anticipa que también finalice el año moderadamente por encima de dicho nivel. Para 2017, se espera que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen por arriba del objetivo de inflación, acercándose ambos indicadores a niveles cercanos a 3 por ciento hacia el final de 2018.

Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores se encuentran los siguientes. Al alza, que tomando en consideración la incertidumbre que prevalece en el entorno externo, persista o se acentúe la depreciación de la moneda nacional y que ello pueda llegar a contaminar las

expectativas de inflación y generar efectos de segundo orden que afecten adversamente el proceso de formación de precios. También que se presenten aumentos de precios de bienes agropecuarios y de las gasolinas, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. A la baja, que como consecuencia de las reformas estructurales, se presenten reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación. En este mismo sentido, que se acentúe la desaceleración de la actividad económica nacional, lo que reduciría la posibilidad de que ocurran presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

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

Concepto	Diciembre 2015	Septiembre 2016	Octubre 2016
<b>INPC</b>	<b>2.13</b>	<b>2.97</b>	<b>3.06</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.41</b>	<b>3.07</b>	<b>3.10</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2.82</b>	<b>3.92</b>	<b>3.97</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	4.06	4.17
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.80	3.81
<b>Servicios</b>	<b>2.07</b>	<b>2.36</b>	<b>2.36</b>
Vivienda	2.01	2.32	2.39
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.27	4.26
Otros Servicios	1.46	1.80	1.74
<b>No Subyacente</b>	<b>1.28</b>	<b>2.65</b>	<b>2.95</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>1.72</b>	<b>5.34</b>	<b>5.25</b>
Frutas y Verduras	5.62	11.52	10.76
Pecuarios	-0.46	1.99	2.23
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>1.00</b>	<b>0.94</b>	<b>1.52</b>
Energéticos	0.06	0.04	1.02
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	2.50	2.42

Fuente: INEG

### 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 de la Junta de Gobierno señaló que en las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria, el panorama para la economía mundial se tornó más complejo, entre otros factores, como consecuencia del proceso electoral llevado a cabo en Estados Unidos y su resultado. Sostuvo que, si bien la economía mundial había dado indicios de una recuperación moderada en el tercer trimestre del año, la posible implementación en Estados Unidos y otros países de algunas medidas que obstaculicen el comercio exterior y la inversión extranjera, hace que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía global se haya deteriorado.

En cuanto a la evolución de la economía mexicana, todos los miembros coincidieron en que esta mostró una reactivación moderada durante el tercer trimestre de 2016. En este contexto, la mayoría destacó que no se han presentado presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre los precios de la economía y todos apuntaron que ante el nuevo entorno internacional, el balance de riesgos para el crecimiento presentó un deterioro adicional. Asimismo, todos notaron que la inflación general anual en octubre se ubicó ligeramente por encima de 3.0 por ciento, como resultado de la gradual tendencia al alza que ha mantenido la inflación subyacente y del impacto que tuvo, sobre la no subyacente, el incremento en el precio de las gasolinas en la frontera norte del país. Adicionalmente, la mayoría anticipó que se prevé que la inflación general anual siga aumentando de manera gradual, para ubicarse ligeramente por arriba de 3.0 por ciento hacia el cierre de este año, y que la inflación subyacente finalice el año moderadamente por encima de dicho nivel. Para 2017 se estima que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen por arriba del objetivo de inflación, acercándose ambos indicadores a niveles cercanos a 3.0 por ciento hacia el final de 2018. Todos consideraron que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado respecto de la decisión anterior.

Todos los integrantes de la Junta destacaron que en las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria, el panorama para la economía mundial se tornó más adverso, entre otros factores, como consecuencia del proceso electoral llevado a

cabo en Estados Unidos y su resultado. La mayoría resaltó que todavía es difícil identificar plenamente los elementos específicos que definirán la política económica que tendrá Estados Unidos. No obstante, la mayoría comentó que se prevé que la implementación de una política fiscal muy expansionista que en principio llevaría a cabo la siguiente administración en ese país, podría traducirse en mayor crecimiento en el corto plazo, mayor inflación, y mayores tasas de interés, en ese país. Un integrante notó que la desregulación en ciertos sectores también podría impulsar el crecimiento. Además señaló que en su discurso de aceptación, el presidente electo mostró un tono un poco más conciliador, si bien advirtió que se mantuvo el mensaje proteccionista. Finalmente, algunos subrayaron que, en efecto, ciertos factores asociados con ese evento, tales como una mayor incertidumbre geopolítica y comercial, así como un ambiente poco propicio para la inversión extranjera y la migración, podrían ser perjudiciales para la economía global y, particularmente, para la mexicana.

La mayoría de los miembros señaló que la actividad económica mundial había dado indicios de una recuperación moderada en el tercer trimestre del año. En cuanto a Estados Unidos, más allá de las consideraciones en torno a la nueva administración en ese país, resaltó que la actividad económica repuntó en el tercer trimestre, aclarando uno de ellos que registró su mejor desempeño en los últimos dos años. Otro explicó que esto fue resultado principalmente del buen comportamiento del consumo y de las exportaciones netas, si bien señaló que la producción manufacturera en ese país se mantuvo estancada, excluyendo algunos sectores como el automotriz y el de alta tecnología, que exhibieron un elevado dinamismo. Un miembro indicó que después del desempeño observado recientemente, se pueden esperar tasas de crecimiento más moderadas en ese país en los próximos trimestres, así como una recuperación gradual de la actividad industrial. La mayoría destacó que los indicadores del mercado laboral continuaron mejorando y que se observó una aceleración moderada en los salarios. Un miembro añadió que la participación laboral ha aumentado, y otro afirmó que lo anterior, aunado a que la tasa de desocupación sigue registrando cifras congruentes con las estimaciones para el largo plazo, apunta a una continua, aunque gradual, disminución de los niveles de holgura en este país. La mayoría resaltó que, si bien la inflación se sigue ubicando por debajo de la meta de la Reserva Federal, sus expectativas, en particular las que se derivan de instrumentos de mercado, han registrado un claro aumento, en buena medida respondiendo a la expectativa de una política

fiscal muy expansionista a implementarse por la nueva administración. Un miembro agregó que dichas expectativas han aumentado también debido a un desempeño más favorable del componente subyacente de la inflación y del gradual desvanecimiento de factores que estuvieron presionando a la inflación general a la baja.

En este contexto, la mayoría de los integrantes de la Junta mencionó que la Reserva Federal de Estados Unidos en su decisión de noviembre mantuvo sin cambio su postura monetaria y que dicha Institución destacó que los argumentos para aumentar la tasa de fondos federales habían continuado fortaleciéndose. De esta manera, la mayoría señaló que se espera un ajuste al alza en la tasa de fondos federales en diciembre de este año. Añadió que, si bien se sigue anticipando que ese Instituto Central continúe con el proceso de normalización de su postura monetaria a un ritmo gradual, ante los eventos recientes en los mercados financieros se estima ahora que dicho ritmo podría ser más acelerado y posiblemente de mayor magnitud a lo anticipado. Algunos notaron que, en congruencia con lo anterior, las expectativas de analistas e instrumentos de mercado apuntan a un ritmo más acelerado de alza para la tasa de referencia. Un integrante destacó que dicho cambio en las expectativas acerca del proceso de normalización podría estar conduciendo a una descompresión de las primas por plazo en ese país.

En lo referente a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros indicó que en la zona del euro el PIB mostró una expansión moderada durante el tercer trimestre, a pesar de la incertidumbre generada por la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea, al tiempo que la inflación y sus expectativas siguen en niveles muy bajos. Uno especificó que en esa región se presentaron sorpresas positivas en la actividad económica, las condiciones crediticias continuaron favorables, a la vez que los indicadores prospectivos se robustecieron. Otro integrante agregó que en la zona del euro se espera un fortalecimiento gradual de la inflación y tasas de crecimiento moderadas en los próximos meses, si bien puntualizó que las proyecciones de crecimiento para 2017 se han revisado a la baja. Así, especificó que el Banco Central Europeo podría anunciar medidas adicionales de apoyo monetario en alguna de sus próximas reuniones. En cuanto al Reino Unido, algunos de los integrantes destacaron que la inflación ha aumentado, lo que uno de ellos atribuyó a la fuerte depreciación de la libra. Un miembro indicó que el deterioro de la actividad económica en ese país ha sido menor al esperado tras el resultado del referéndum, si bien destacó que los riesgos a la

baja no han desaparecido. Ante ello, resaltó que el Banco de Inglaterra ha expresado cierta disposición a tolerar periodos de inflación relativamente elevada. Por otra parte, este mismo integrante mencionó que en Japón el crecimiento económico se aceleró en el tercer trimestre del año, si bien señaló que se espera que la recuperación continúe a un ritmo menor en los próximos meses. Adicionalmente, enfatizó que la inflación en ese país ha permanecido en niveles muy reducidos y que inclusive el Banco de Japón se ha visto obligado a ampliar el plazo previsto para alcanzar su objetivo. En este contexto, la mayoría de los integrantes señaló que se anticipa que los bancos centrales, principalmente de países avanzados, mantengan políticas monetarias acomodaticias.

En lo referente a las economías emergentes, un miembro comentó que el crecimiento del PIB pareciera haberse acelerado durante el tercer trimestre del año, y que la información disponible en China apunta al logro de su objetivo de crecimiento económico para 2016. Sin embargo, aclaró que persisten los temores de una desaceleración más pronunciada de ese país, debido a los elevados niveles de endeudamiento en distintos sectores de la economía, las tensiones en el mercado inmobiliario, las persistentes salidas de capitales y la posibilidad de una política comercial más restrictiva por parte de las autoridades estadounidenses. En este sentido, indicó que el panorama económico para las economías emergentes se ha tornado más incierto ante las dudas sobre la orientación de la política económica en Estados Unidos. Por su parte, en cuanto a la política monetaria de estos países, otro miembro apuntó que la tasa de referencia esperada para los próximos meses subió considerablemente. La mayoría de los miembros destacó que la posible implementación en Estados Unidos y otros países de algunas medidas que obstaculicen el comercio exterior y la inversión extranjera ha complicado el panorama para la actividad global. Un miembro comentó que se espera que la recuperación moderada continúe en 2017, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aunque otro sostuvo que el crecimiento global se mantiene débil. Asimismo, este último agregó que persisten otros factores que podrían afectar la recuperación mundial. De esta manera, la mayoría comentó que los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos han acrecentado los riesgos a la baja, por lo que afirmó que el balance de riesgos para el crecimiento global se ha deteriorado.

La mayoría concordó en que los eventos asociados al proceso electoral de los Estados Unidos condujeron a un incremento en la volatilidad de los mercados financieros de todas las regiones. En



particular, destacó que las entradas de capital a las economías emergentes comenzaron a revertirse y las tasas de interés mostraron una tendencia al alza, tanto en países avanzados como emergentes, y agregó que los incrementos en las tasas de interés se observaron particularmente en las de mayor plazo. No obstante, algunos apuntaron que la respuesta de los mercados fue en general menos negativa de lo anticipado. Algunos notaron una apreciación del dólar respecto a prácticamente todas las divisas, especialmente a las de países emergentes. Uno de ellos advirtió que desde hace tiempo también existen otros factores de riesgo para los mercados globales, entre los que destacan el proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, las negociaciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea, la efectividad de la política monetaria en algunas economías avanzadas y consideraciones de orden geopolítico. Otro añadió que problemas de agencia, de mercados no profundos que predominan en economías emergentes y episodios de falta de liquidez, también podrían exacerbar la volatilidad. De esta manera, algunos miembros advirtieron que se mantiene latente la posibilidad de un recrudecimiento de la volatilidad de los mercados.

Por lo que respecta a la actividad económica de México, todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que esta mostró una reactivación moderada durante el tercer trimestre de 2016, después de la contracción registrada durante el segundo trimestre. La mayoría coincidió en que dicha recuperación fue consecuencia de una mejoría de la demanda externa y de un aumento en el ritmo de expansión del consumo privado. Un miembro explicó que detrás de la trayectoria positiva en el consumo se encuentran el fortalecimiento del mercado laboral, así como el crecimiento del crédito a los hogares y de las remesas. En contraste, la mayoría mencionó que la inversión se mantuvo débil, a lo que un miembro agregó que asimismo la confianza del productor continúa en declive. Algunos miembros argumentaron que esto se explicó por la prolongada caída de la inversión pública y por la insuficiente recuperación de la inversión privada, afectada por la incertidumbre prevaleciente. Uno de ellos agregó que se ha observado una moderada recuperación de la inversión en construcción privada relacionada con los sectores de electricidad y telecomunicaciones, lo que podría estar reflejando el efecto de las reformas estructurales. Respecto al desempeño de las actividades productivas, algunos miembros apuntaron que las terciarias fueron las que mostraron mayor dinamismo durante el trimestre, mientras que la producción industrial, en general, se mantuvo estancada, a pesar de registrarse cierta mejoría del sector manufacturero. Adicionalmente,

uno de ellos advirtió que la plataforma de producción petrolera siguió descendiendo, mientras que la importación de gasolina como proporción de las ventas totales siguió aumentando. Hacia adelante, la mayoría de los miembros coincidió en que es posible que la referida recuperación no pueda sostenerse debido a la ya mencionada incertidumbre en torno a las políticas económicas de la nueva administración del gobierno de Estados Unidos. Un miembro señaló que es posible que la cuenta corriente mejore reflejando tanto la moderación de la demanda agregada ante el entorno externo y las políticas fiscal y monetaria que en el margen se han aplicado en el país, como los movimientos en el tipo de cambio. Finalmente, algunos indicaron que el crecimiento esperado para este y el próximo año se ha reducido, si bien un miembro explicó que debido a lo avanzado del año, es posible que el crecimiento del PIB en 2016 no se vea afectado significativamente, en contraste con años posteriores, para los cuales el panorama de crecimiento es particularmente incierto, en virtud del resultado de las elecciones en los Estados Unidos.

Así, todos argumentaron que el nuevo entorno internacional que enfrenta la economía mexicana, sugiere que el balance de riesgos para el crecimiento presentó un deterioro adicional. Entre los riesgos a la baja, la mayoría de los miembros destacó los asociados a políticas más proteccionistas en Estados Unidos, dado que es su principal socio comercial. Uno señaló los mayores obstáculos para el envío de remesas hacia México, y la posibilidad de que la situación actual ya esté incidiendo en algunas decisiones de inversión, en tanto que otro subrayó un ambiente menos propicio para la inversión extranjera en el país. Por su parte, algunos también advirtieron el riesgo de mayores tasas de interés externas. Algunos mencionaron que también podrían poner en riesgo el crecimiento económico de México descensos adicionales en la plataforma de petróleo, nuevos episodios de turbulencia en los mercados financieros, así como un mayor deterioro de la confianza de consumidores y productores, y la caída de la inversión pública. Finalmente, uno incluyó como riesgo a la baja el posible retraso de la recuperación en la producción manufacturera en Estados Unidos. Ante el panorama incierto para la economía mexicana y con una perspectiva de mayor plazo, un miembro argumentó que el crecimiento del producto potencial en México enfrenta diversos choques negativos. En primer lugar, el progreso tecnológico en la producción manufacturera se ha tornado intensivo en capital y ahorrador en mano de obra, si bien mencionó que existen otros factores que lo afectan de manera positiva, como la atracción de inversión en la producción automotriz y el efecto de las reformas estructurales. Mencionó que el

efecto negativo parece estar dominando y agregó que esto se ha visto reflejado en la disminución de la percepción que los analistas tienen sobre el crecimiento potencial. En segundo lugar, argumentó que existe la posibilidad de que políticas proteccionistas en Estados Unidos afecten aún más el crecimiento potencial en México a través del canal de exportaciones.

Por lo que respecta a la holgura en la economía, la mayoría de los integrantes consideró que no se han presentado presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre los precios. En este contexto, uno de los miembros anticipó la persistencia de una brecha negativa del producto a lo largo del año entrante, dado el deterioro del panorama económico. En contraste, otro indicó que es relevante usar diversos indicadores para analizar la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. En particular, este último destacó que algunos indicadores del mercado laboral sugieren que no existe holgura en este mercado, enfatizando en este sentido que los costos unitarios de la mano de obra han revertido su trayectoria a la baja, e incluso se han posicionado por arriba de su tendencia durante varios trimestres. Asimismo, mencionó la presión que posiblemente esté ejerciendo el déficit de cuenta corriente sobre el tipo de cambio. Por su parte, otro señaló que tomando en cuenta que durante los últimos tres años la brecha de producto se ha encontrado cercana a cero, existe incertidumbre respecto al grado actual de holgura en la economía mexicana, dada la posibilidad de una medición imperfecta.

La mayoría de los miembros resaltó que la inflación general anual en octubre se ubicó ligeramente por encima de 3.0 por ciento, como resultado de la gradual tendencia al alza que han mantenido tanto su componente subyacente, como el no subyacente, si bien algunos miembros subrayaron que esto ha sido conforme a lo anticipado. Respecto a la inflación subyacente, la mayoría atribuyó su desempeño principalmente a la tendencia al alza en los precios de las mercancías, la cual un integrante señaló que ha venido acelerándose de manera continua y generalizada. Asimismo, la mayoría explicó que esta tendencia se ha dado como respuesta a la depreciación de la moneda nacional. Algunos aclararon que el traspaso de dicha depreciación a la inflación ha sido limitado, y uno de ellos agregó que no hay indicios de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Otro reconoció que el bajo traspaso se debe en gran medida a la consistencia que hasta ahora ha mostrado la política monetaria, y que debería continuar hacia adelante. Por lo que respecta al componente no subyacente, la mayoría indicó que

los mayores precios de la gasolina en la frontera norte han afectado su comportamiento de manera importante, y un miembro señaló que también se ha presentado cierta volatilidad en la inflación no subyacente proveniente de las variaciones en los precios de productos agropecuarios.

La mayoría de los miembros notó que las medianas de las expectativas de inflación provenientes de encuestas para el cierre de 2016 y 2017 mostraron un incremento moderado, y algunos comentaron que estas se encuentran por encima de la meta permanente para el mediano y largo plazo. En cuanto a las extraídas de instrumentos de mercado, añadieron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario para diferentes plazos se ha incrementado moderadamente. Uno de ellos destacó que, en particular, la compensación para un año se encuentra por arriba de 3.5 por ciento. Sin embargo, algunos agregaron que las expectativas correspondientes a más largo plazo, tanto de encuestas como las extraídas de instrumentos de mercado, se mantienen alrededor de 3.0 por ciento. Un integrante advirtió que en general es difícil hacer una evaluación precisa de las expectativas de inflación en este momento. Por un lado, las provenientes de encuestas incorporan únicamente información previa a las elecciones de Estados Unidos, por lo que podrían verse afectadas por los acontecimientos recientes. Por otro lado, indicó que resulta difícil separar el componente de expectativas de inflación de los distintos factores de riesgo que afectan la compensación por inflación y riesgo inflacionario.

La mayoría de los miembros espera que la inflación general anual siga aumentando de manera gradual, para ubicarse ligeramente por arriba de 3.0 por ciento hacia el cierre de este año. Asimismo, pronosticó que la inflación subyacente finalice el año moderadamente por encima de dicho nivel. La mayoría estimó que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen por arriba del objetivo de inflación en 2017, acercándose ambos indicadores a niveles cercanos a 3.0 por ciento hacia el final de 2018. Uno de los integrantes detalló que es de esperarse que la inflación registre durante 2017 cifras más elevadas de lo previsto anteriormente, en virtud del comportamiento reciente del tipo de cambio y de la liberalización de los precios de la gasolina, si bien manteniéndose a lo largo del año dentro del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3.0 por ciento.

Todos los miembros consideraron que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado respecto de la decisión anterior, añadiendo que dicho balance es al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría

sostuvo que el principal riesgo es que, considerando la incertidumbre que prevalece en el entorno externo, persista o se acentúe la depreciación de la moneda nacional y que ello pueda llegar a contaminar las expectativas de inflación y generar efectos de segundo orden que impacten adversamente el proceso de formación de precios. Asimismo, la mayoría notó que se ha incrementado el riesgo de que se observe un mayor traspaso de movimientos cambiarios a los precios, lo que algunos asociaron con el hecho de que es posible que el choque en el tipo de cambio sea de naturaleza permanente. En este sentido, uno de ellos advirtió que este riesgo se ha incrementado tanto por la percepción de que el choque que actualmente sufre el tipo de cambio nominal es de naturaleza permanente, como por la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. Como otro riesgo al alza, la mayoría mencionó que podrían suscitarse aumentos en los precios de los bienes agropecuarios y de las gasolinas, dada la liberalización gradual de estos últimos en 2017, aunque su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Uno aclaró que dicho choque en la inflación no subyacente podría también verse reflejado en las expectativas de inflación, si bien solo en el corto plazo y sin dar lugar a efectos de segundo orden. Algunos integrantes añadieron como factor de riesgo al alza el surgimiento de presiones de demanda agregada sobre los precios, dada la ya mencionada incertidumbre sobre el grado actual de holgura de la economía. Sin embargo, otro integrante sostuvo que es poco probable que dicho riesgo se materialice en el periodo de influencia de la política monetaria. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó posibles reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación, como consecuencia de las reformas estructurales, y que se acentúe la desaceleración de la actividad económica nacional.

Respecto al desempeño de los mercados financieros domésticos, la mayoría de los miembros destacó que dado que el país es uno de los más integrados con el resto del mundo, y en particular con Estados Unidos, la economía y los mercados financieros nacionales se han tornado más sensibles a los acontecimientos externos. Así, todos los miembros reconocieron que el proceso electoral en Estados Unidos y su resultado han tenido un impacto significativo sobre los mercados financieros domésticos, donde los precios de los activos cayeron y la volatilidad aumentó. En particular, indicaron que las tasas de interés registraron incrementos y la cotización de la moneda nacional mostró una significativa depreciación. Respecto a las tasas de interés, todos comentaron que estas mostraron un

pronunciado aumento a lo largo de la curva de rendimientos. Uno destacó que el incremento observado en la tasa de interés del bono a diez años en este episodio fue mayor que el registrado durante el “taper tantrum”. Adicionalmente, algunos integrantes notaron que las condiciones de operación del mercado de renta fija se deterioraron. En cuanto a la depreciación que registró el tipo de cambio, todos sostuvieron que, en efecto, el proceso electoral en Estados Unidos y su resultado han sido recientemente los principales determinantes de la debilidad y volatilidad de la cotización de la moneda nacional. En este sentido, un integrante agregó que desde septiembre y hasta el día de las elecciones, el comportamiento del peso mexicano había estado altamente correlacionado con la probabilidad de triunfo del entonces candidato republicano y, al conocerse el resultado de esta contienda, se observó una depreciación abrupta, al tiempo que las tasas de interés aumentaron y la Bolsa Mexicana de Valores cayó. En particular, algunos integrantes destacaron que la depreciación tras dicho resultado representó la disminución más pronunciada en el valor de la moneda desde octubre de 2008, si bien uno de ellos reconoció que fue menor a la esperada por varios analistas. El otro recalcó que, a pesar del comportamiento del tipo de cambio, las tenencias de los no residentes en el mercado de deuda y de acciones se han mantenido estables, presentando recientemente niveles cercanos a máximos históricos en el caso de renta fija.

La mayoría notó que, hacia adelante, la actual situación de incertidumbre respecto a los efectos que la política económica de la nueva administración en Estados Unidos pudiera tener sobre la relación bilateral con México, aunada a diversos riesgos que continúan prevaleciendo en la economía internacional, podrían dar lugar a nuevos episodios de volatilidad que afecten el precio de los activos financieros en el país. Profundizando sobre el impacto que la incertidumbre asociada a la política económica de la nueva administración en el país vecino del norte pudiera tener sobre los mercados financieros domésticos, algunos integrantes señalaron que estos se pueden analizar principalmente en dos frentes. Por un lado, a través de la depreciación de la moneda nacional y, por otro, a través de un incremento en las tasas de interés externas ante una descompresión de las primas por plazo. Respecto a los factores detrás de la depreciación de la moneda nacional, la mayoría de los miembros señaló que el comportamiento de esta variable refleja, en parte, un choque al tipo de cambio real ante la posibilidad de que las políticas de la nueva administración estadounidense afecten negativamente a la economía mexicana a través de las exportaciones. Uno de ellos aclaró que la

magnitud del efecto en el tipo de cambio real será más evidente conforme se tenga mayor claridad sobre las acciones que dicha administración pretenda llevar a cabo, particularmente en materia macroeconómica, comercial y migratoria. Adicionalmente, algunos subrayaron que las presiones sobre el tipo de cambio real se han visto exacerbadas por la apreciación generalizada del dólar frente a otras divisas. Respecto a la descompresión de las primas por plazo, apuntaron que el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos podría generarse no solo por el inminente ajuste en la política monetaria por parte de la Reserva Federal, sino también ante la expectativa de que la deuda pública en ese país se incremente, como se mencionó previamente, y que esto tenga un impacto adicional en las tasas de interés en México.

La mayoría señaló que México está en una posición de fortaleza para enfrentar este nuevo entorno, como resultado de la consolidación prevista de las finanzas públicas, de la aplicación de medidas de política monetaria preventivas que se han adoptado durante el año, de un sistema financiero bien capitalizado, solvente y sin problemas de liquidez, y de un proceso inédito de reformas estructurales. No obstante, enfatizó que es inevitable continuar haciendo frente a los riesgos, con un fortalecimiento adicional de los fundamentos macroeconómicos del país. En este contexto, un integrante señaló que gracias a las medidas preventivas en materia fiscal, monetaria y financiera que México había venido aplicando, el impacto de los resultados electorales en Estados Unidos sobre la moneda nacional no ha sido tan fuerte. Otro destacó que ante el difícil y más incierto entorno externo, aunado a un deterioro en los indicadores de solvencia, el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país se ha tornado más urgente, lo que implicaría esfuerzos en diversos ámbitos, incluyendo la política macroeconómica, financiera y de cambio estructural. En este sentido, la mayoría señaló que dada la preocupación que se ha observado recientemente respecto a la evolución de las finanzas públicas, son las acciones en el ámbito fiscal las que adquieren especial relevancia. Un integrante recalcó que la percepción de riesgo crediticio soberano ha aumentado, incluso a niveles comparables con aquellos de economías con una categoría de inversión inferior a la mexicana. Por ello, comentó que llevar a cabo un ajuste fiscal adicional no solo puede evitar una reducción en la calificación crediticia, sino que podría impulsar una mejoría en este indicador, al sorprender favorablemente al mercado e incluso ayudar a sentar las bases correctas para cualquier negociación con el nuevo gobierno estadounidense. Adicionalmente, recordó que las advertencias de las calificadoras surgieron

incluso antes de conocer el resultado electoral en Estados Unidos. La mayoría reconoció que la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación aprobados recientemente, –que pretenden estabilizar los requerimientos financieros del sector público– así como el nuevo plan de negocios de Pemex –en el cual se prevé un superávit primario para la empresa– son acciones que van encaminadas a hacer frente a esta situación y que podrían abonar a una mejora estructural de las finanzas públicas. Todos enfatizaron que será indispensable una implementación estricta de dichas acciones, así como adoptar cualquier medida adicional requerida para asegurar la confianza en la evolución de las finanzas públicas y evitar que pudiera presentarse un choque de financiamiento en la economía. En este sentido, uno de ellos alertó que existe el riesgo de una baja en la calificación crediticia de Pemex, posiblemente quitándole el grado de inversión, lo que a su vez podría tener fuertes repercusiones en toda la economía. Adicionalmente, recalcó que es necesario mantener una postura fiscal adecuada para hacer frente al deterioro de la cuenta corriente de manera eficiente. Ahondando en este tema, este integrante enfatizó que en efecto, menores niveles de requerimientos financieros del sector público liberan presiones sobre las tasas de interés y sobre las primas por riesgos como los de duración, liquidez, crédito, entre otros, e incluso liberan presiones sobre la inflación de bienes no comerciables, permitiendo acomodar de manera eficiente el choque del tipo de cambio real descrito anteriormente. Así, un integrante subrayó la relevancia que tiene para la economía mexicana que tanto la autoridad fiscal como la monetaria hayan expresado su compromiso de ajustar las políticas monetaria, fiscal, financiera y comercial en caso de que fuera necesario.

Profundizando en las acciones de política monetaria, la mayoría coincidió en que la principal aportación del Banco de México durante este proceso de ajuste, dado su mandato, continuará siendo el consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento y contribuir a que el cambio en precios relativos derivado de este entorno sea ordenado. En este contexto, algunos integrantes destacaron que los movimientos preventivos de la tasa de política monetaria, que hasta la decisión pasada sumaban 150 puntos base en el año, han ayudado a enfrentar desde una mejor posición los choques provenientes del exterior. No obstante lo anterior, subrayaron que, como se describió, los choques más recientes se han reflejado en una depreciación del tipo de cambio real y en incrementos en las tasas de interés ante una descompresión de las primas por plazo. Por ello algunos miembros destacaron que la política monetaria debe reforzar el anclaje de las

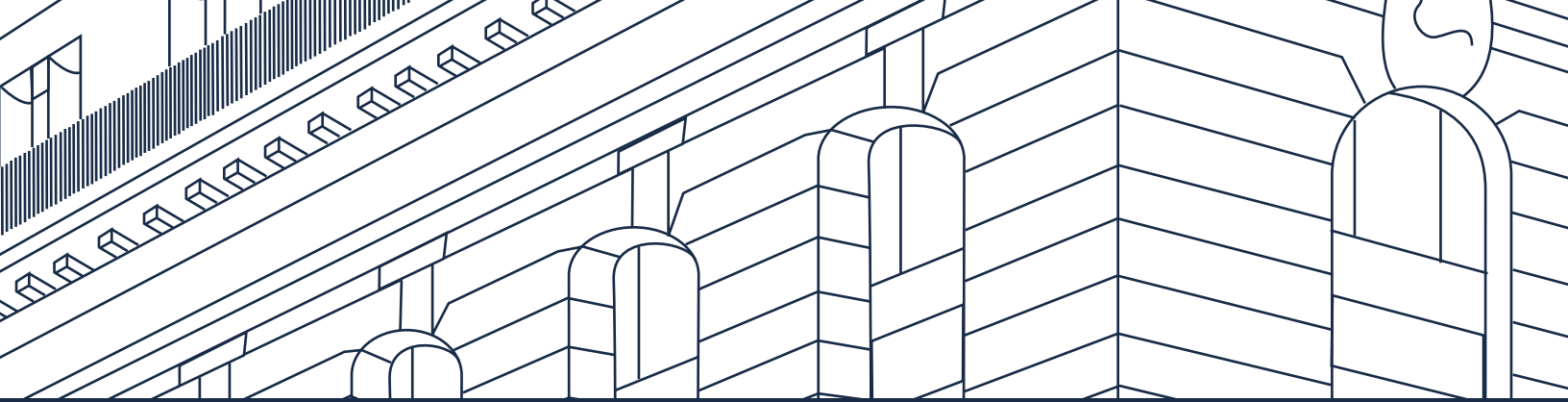
expectativas de inflación, enfocarse en acotar el traspaso del tipo de cambio a los precios, y generar un proceso ordenado de descompresión de las primas por plazo, lo cual es incluso más relevante dada la fase del ciclo en la que se encuentra la economía. Para alcanzar dichos objetivos consideraron que será necesario propiciar un aplanamiento de la curva de rendimientos. Así, todos recalcaron que un ajuste en la tasa de interés por parte del Banco Central en estos momentos es la respuesta adecuada. Incluso algunos notaron que tal ajuste ya ha sido descontado por los mercados financieros. En este contexto, un miembro recalzó que el entorno actual representa una oportunidad única para refrendar el compromiso del Banco de México con la estabilidad de los precios y que, dados los mayores riesgos para la inflación, es imprescindible tomar medidas preventivas y brindar al mercado la confianza necesaria. Otro integrante alertó que en este entorno de elevada incertidumbre, se debe mantener un balance entre actuar con cautela pero evitando quedarse rezagados respecto a la situación prevaleciente, y tomar medidas precipitadas que pudieran no estar justificadas y causar daños a la economía o incluso hacer uso de instrumentos de manera innecesaria. Un integrante destacó que un factor importante a considerar es que existe la posibilidad de que la tasa de interés neutral en México (aquella que es congruente con pleno empleo) se haya reducido en los últimos años. Hacia adelante, un integrante señaló que el rumbo de la política monetaria en México en los próximos meses estará determinado, en buena medida, por los riesgos para la inflación derivados del

comportamiento del tipo de cambio. Destacó que este rumbo también se verá influido por el comportamiento de las tasas de interés en Estados Unidos y que, dadas las circunstancias actuales, no percibe márgenes de maniobra para que el Banco de México adopte una actitud pasiva ante incrementos en la tasa de fondos federales, en virtud de los riesgos que esto implicaría para la inflación y la estabilidad financiera.

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

Considerando lo anterior, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base, para llevarlo a un nivel de 5.25 por ciento. Con esta acción, se busca contrarrestar las presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas de inflación.

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 1 de diciembre de 2016

