



BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 42

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 18 de marzo 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:** 18 de marzo de 2016.

### 1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. Luis Videgaray Caso, Secretario de Hacienda y Crédito Público

Dr. Fernando Aportela Rodríguez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

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

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

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

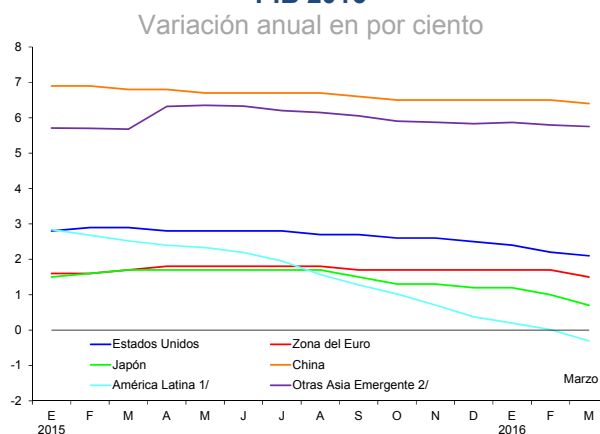
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial continuó debilitándose durante el cuarto trimestre de 2015, como consecuencia de una expansión menor a la esperada de las economías avanzadas y a una persistente desaceleración de las emergentes. Además, el entorno internacional se tornó más adverso en las primeras semanas de febrero de 2016, entre otros factores por las disminuciones adicionales en los precios de las materias primas, en particular del petróleo; la mayor incertidumbre sobre la efectividad de las políticas macroeconómicas

implementadas en China; y la expectativa de una continua divergencia de las políticas monetarias entre las principales economías avanzadas. En este contexto, los riesgos a la baja para el panorama mundial se han incrementado y las perspectivas de crecimiento global se continuaron revisando a la baja (Gráfica 1). Lo anterior, aunado a una revaluación de los factores estructurales que han reducido las perspectivas de crecimiento mundial en el mediano plazo, se ha reflejado en recurrentes episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, mayor astringencia en estos y fuertes depreciaciones de la mayoría de las monedas frente al dólar.

**Gráfica 1**  
**Evolución de Pronósticos de Crecimiento del PIB 2016**



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

2/ Incluye Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.

Nota: Se calcula un promedio ponderado, utilizando como ponderador la participación del PIB de cada país basado en la paridad de poder de compra respecto al PIB total mundial en el año correspondiente.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del FMI y Consensus Forecast.

Los indicadores disponibles de Estados Unidos apuntan a una recuperación moderada de la actividad económica a inicios de 2016 respecto al débil crecimiento de 1.0 por ciento del PIB en el último trimestre de 2015. Esta reactivación refleja el desvanecimiento de factores transitorios y el fortalecimiento del consumo, lo cual parece haber contrarrestado la debilidad que sigue mostrando el sector externo. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones crediticias, la crisis en el sector energético, y la incertidumbre económica global representan riesgos para una recuperación de la inversión privada en esa economía.

La producción industrial en Estados Unidos continuó mostrando debilidad a principios de 2016, debido fundamentalmente a una mayor contracción de la

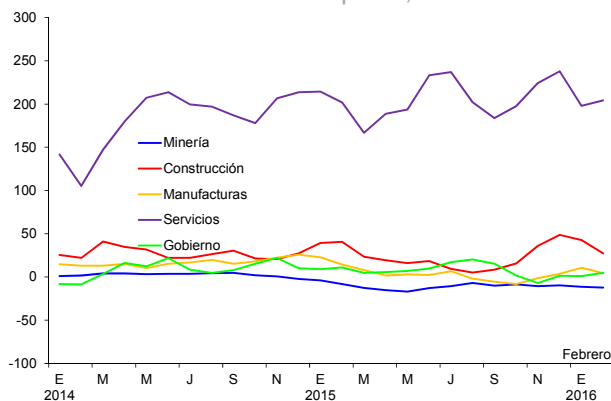
actividad minera ante los bajos precios del petróleo, y una menor demanda a la esperada por electricidad y gas, ante la prevalencia de condiciones climáticas atípicas. Así, en febrero la actividad industrial retomó su tendencia negativa, al contraerse 0.5 por ciento a tasa mensual, con disminuciones de 1.4 por ciento en el sector de la minería y de 4.0 por ciento en el de electricidad y gas. En contraste, la producción manufacturera ha presentado señales de una estabilización a inicios de este año, con un crecimiento mensual en febrero de 0.2 por ciento. Hacia adelante, persisten riesgos para la actividad industrial en Estados Unidos. En efecto, la minería podría seguir siendo afectada por los bajos precios del petróleo. Asimismo, la actividad manufacturera podría continuar respondiendo de manera adversa al bajo crecimiento mundial y a la apreciación que ha presentado el dólar.

El mercado laboral de Estados Unidos continuó mostrando una mejoría en los primeros dos meses de 2016. Por un lado, la nómina no agrícola siguió presentando un crecimiento sólido, aunque con diferencias entre sectores. En particular, el empleo en el sector servicios, que concentra cerca de tres cuartas partes de dicha nómina, mantuvo un elevado dinamismo, mientras que los sectores con una menor participación, como las manufacturas y la minería, registraron reducciones en su empleo, en línea con la debilidad en su actividad (Gráfica 2). Por otro, las tasas de ofertas de trabajo y de renunciaciones, como porcentaje de la nómina no agrícola, se ubicaron en enero en niveles similares a los registrados antes del inicio de la crisis global, apuntando a un mayor dinamismo del mercado laboral. A pesar del avance en este, hasta ahora se ha observado un crecimiento relativamente lento en los salarios.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2015 se mantuvo en niveles bajos (1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada). Esta moderada expansión estuvo apoyada por la demanda interna, toda vez que las exportaciones netas presentaron una contracción. Además, los riesgos a la baja para el crecimiento han aumentado, debido a una caída reciente en la confianza de los consumidores y los negocios, las perspectivas de bajo crecimiento en las economías emergentes y a la posibilidad de un apretamiento en las condiciones de crédito, ante el deterioro en los indicadores de riesgo de crédito de algunos bancos de la región.

**Gráfica 2**  
**EUA: Incremento Mensual de la Nómina No Agrícola por Sectores**

Promedio móvil de tres meses del cambio mensual en miles de empleos, a. e.



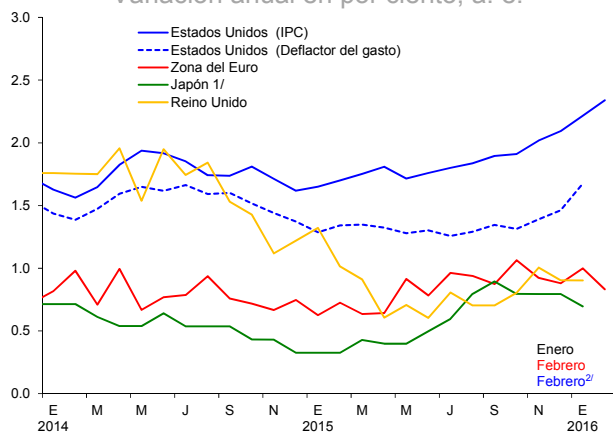
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BLS.

El entorno de condiciones financieras externas más astringentes, así como la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de China, han contribuido a un sentimiento negativo respecto al panorama para las economías emergentes. En particular, las dudas sobre el rumbo de la política económica y financiera en China han motivado una salida de capitales de ese país. Asimismo, la evolución económica de China continúa siendo un factor de riesgo para el crecimiento de otros países y para la estabilidad del sistema financiero internacional.

Los precios del petróleo presentaron cierta recuperación a partir de mediados de febrero, alcanzando niveles cercanos a los de finales del año pasado, debido a un regreso de Irán a los mercados menos rápido de lo previsto, una disminución en la producción tanto de los países miembros como de los no miembros de la OPEP en ese mes, y a especulaciones sobre posibles medidas por parte de productores para controlar la producción. Estos factores más que contrarrestaron las presiones a la baja provenientes de la acumulación de inventarios y de las preocupaciones por el debilitamiento de la demanda mundial por crudo.

En las principales economías avanzadas prevalece en general un entorno de baja inflación. Así, en febrero, la inflación de la zona del euro regresó a terreno negativo con una variación anual de -0.2 por ciento, mientras que la inflación excluyendo alimentos y energía se redujo a 0.7 por ciento. En el mismo sentido, la inflación general de Japón en enero fue de 0.0 por ciento, mientras que la de Reino Unido se mantuvo baja en 0.3 por ciento en el mismo mes. En Estados Unidos, la inflación general disminuyó de 1.4 por ciento en enero a 1.0 por ciento en febrero, si bien su medida subyacente aumentó de 2.2 a 2.3 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
**G4: Inflación Subyacente**  
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Excluye el efecto del impuesto al consumo.  
2/ Cifras del Índice de Precios al Consumidor.  
Fuente: Haver Analytics.

Por su parte, en las economías emergentes, la evolución de la inflación continúa siendo mixta, reflejando el balance entre los efectos de las depreciaciones en los tipos de cambio, los bajos precios de las materias primas y la debilidad de la demanda interna en cada país. Así, mientras que en varias naciones latinoamericanas la inflación ha rebasado la meta de sus bancos centrales, en algunas economías de Asia y Europa emergente ocurre lo contrario, incluso observándose variaciones negativas en sus índices de precios.

Dado el deterioro general del panorama internacional, las expectativas de la política monetaria de las principales economías avanzadas se han modificado. En particular, se ha observado un mayor relajamiento en Japón y la zona del euro y se prevé que este continúe. Por el contrario, se espera que Estados Unidos siga con la normalización de su política monetaria, aunque a un ritmo más gradual al

anticipado hace unos meses. Así, se sigue previendo una divergencia entre la postura monetaria de los bancos centrales de Estados Unidos y de otras economías avanzadas.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales en un intervalo de 0.25 a 0.5 por ciento por segunda ocasión consecutiva. El Comité evaluó de una manera más favorable la actividad económica, a pesar del deterioro en la evolución económica y financiera global. De acuerdo con esa Institución, el mercado laboral ha registrado un fortalecimiento adicional, mientras que la inflación ha repuntado en meses recientes. Sin embargo, recalzó que esta permanece por debajo de la meta de largo plazo y que sus expectativas siguen siendo bajas, enfatizando que continuará monitoreando de cerca su evolución. El Comité sigue previendo que con ajustes graduales en su postura de política monetaria, la actividad económica continuará expandiéndose a un ritmo moderado y que los indicadores del mercado laboral seguirán fortaleciéndose. Sin embargo, advirtió que los acontecimientos económicos y financieros globales continúan representando riesgos para dicho escenario. Finalmente, la Reserva Federal redujo sus proyecciones de la mediana de la tasa de fondos federales, con lo cual estima que la normalización de la política monetaria será más pausada que lo previsto en diciembre de 2015.

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció un paquete de medidas de política monetaria que resultaron en un relajamiento mayor al anticipado. El principal objetivo es contrarrestar los mayores riesgos a la baja para la estabilidad de precios. En particular, las medidas buscan evitar efectos de segundo orden del traspaso de la baja inflación importada a la formación de precios, salarios y a las expectativas de inflación. Las medidas anunciadas incluyen, a partir del 16 de marzo, una reducción de 5 puntos base en las tasas de interés aplicables a operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito ubicándose en 0 por ciento y 0.25 por ciento, respectivamente; una disminución de 10 puntos base en la tasa de interés de la facilidad de depósitos a -0.4 por ciento; una expansión del programa de compra de activos de 60 a 80 mil millones de euros mensuales, por lo menos hasta marzo de 2017; la ampliación de valores elegibles para dicho programa a bonos denominados en euros con grado de inversión emitidos por corporaciones no bancarias establecidas en la zona del euro; y a partir de junio de 2016, una nueva serie de cuatro operaciones de

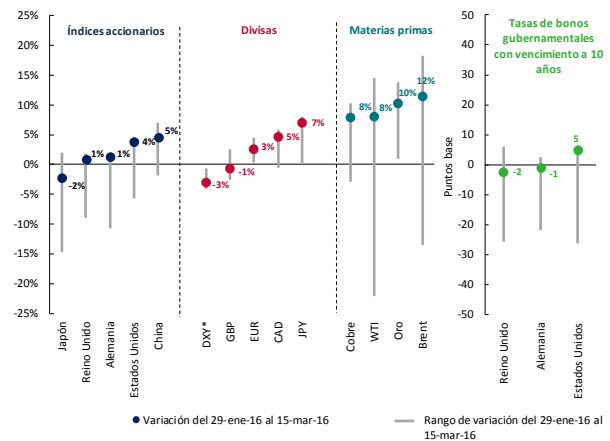
financiación de largo plazo con objetivo específico (TLTRO II), con una madurez de cuatro años y una tasa de interés que puede ser tan baja como la de la facilidad de depósitos. Dada la amplitud de las medidas adoptadas, el BCE manifestó que no espera que sea necesario recortar las tasas de interés nuevamente, a menos que el panorama económico cambie. Cabe destacar que los pronósticos de inflación para la zona del euro se ubican todavía en 2018 muy por debajo de su meta.

## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las primeras semanas de febrero, los mercados financieros a nivel global presentaron un comportamiento muy volátil, con rangos de operación amplios. La mayoría de los activos de mayor riesgo de mercado, particularmente índices accionarios y materias primas, registraron fuertes pérdidas para luego revertir dichos movimientos durante los últimos días de ese mes y las primeras semanas de marzo (Gráfica 4). La rápida recuperación de los precios de los referidos activos financieros pudo ser en parte resultado de que, durante la primera quincena de febrero, el comportamiento negativo de los mercados parecía incorporar un escenario mucho más pesimista al implícito en las cifras macroeconómicas disponibles, particularmente en Estados Unidos. Asimismo, la moderada recuperación de los precios del petróleo en las últimas semanas de febrero y en marzo también contribuyó al mejor desempeño de varios activos financieros que, en general, han mostrado una mayor correlación con los precios del crudo en los últimos meses (Gráfica 5).

**Gráfica 4**  
Evolución de indicadores financieros seleccionados del 29 de enero al 15 de marzo de 2016  
Porcentaje; puntos base



Fuente: Bloomberg.

\*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%.

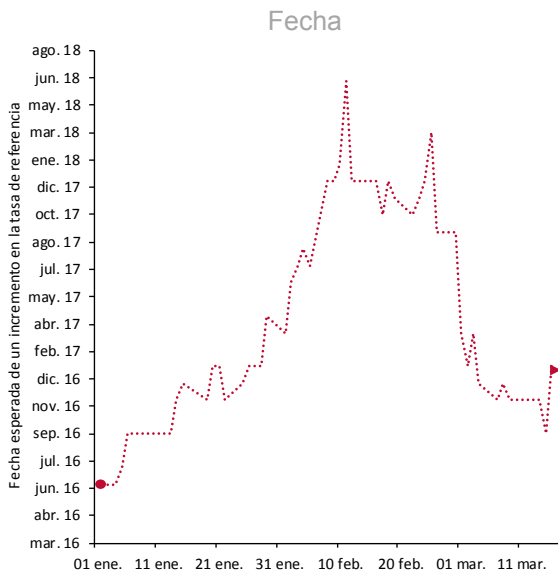
**Gráfica 5**  
Evolución del índice S&P 500 y el WTI durante 2016  
Unidades; dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

En este entorno de volatilidad en los mercados financieros, menor crecimiento económico e incertidumbre en el panorama inflacionario, las expectativas en torno a la política monetaria en Estados Unidos también presentaron variaciones importantes. A principios de febrero, la fecha esperada para el siguiente incremento de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal llegó a posponerse hasta la primera mitad del 2018, según las cotizaciones de los futuros de fondos federales. No obstante, tras la reciente estabilización de los mercados financieros y tras la publicación del comunicado de política monetaria y las proyecciones económicas de la Reserva Federal de marzo, las expectativas implícitas en dichos instrumentos ya descuentan el siguiente incremento de tasas hacia finales de 2016 o principios de 2017 (Gráfica 6).

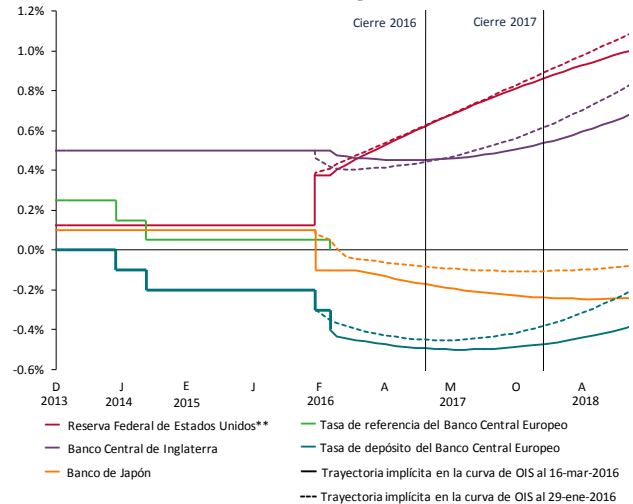
**Gráfica 6**  
**Estados Unidos: fecha esperada para el próximo incremento de la tasa de referencia de la Reserva Federal implícita en los futuros de Fondos Federales**



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, se anticipa un sesgo aún más acomodaticio por parte de los bancos centrales de otras economías desarrolladas, particularmente en la zona del euro y Japón, incluso cuando se percibe cada vez mayor escepticismo respecto a la efectividad de medidas adicionales de estímulo monetario (Gráfica 7).

**Gráfica 7**  
**Evolución de las trayectorias de las tasas de referencia de países seleccionados implícitas en la curva OIS\***



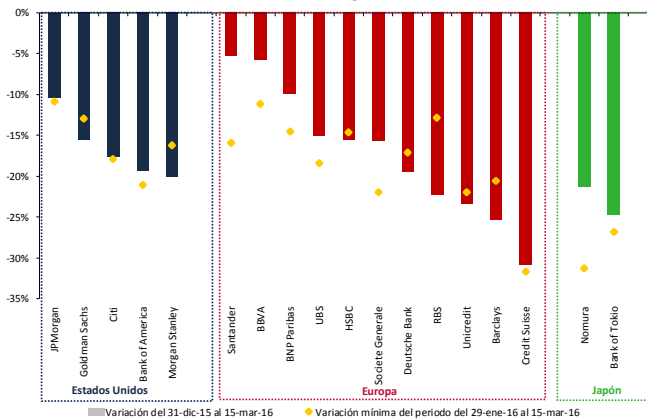
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

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

Al respecto, preocupa el riesgo que representa la implementación de tasas negativas para la rentabilidad de instituciones bancarias y el potencial deterioro de las condiciones de otorgamiento de crédito. Esta preocupación se acentuó por la exposición de los bancos al sector energético, así como por reportes de resultados que, en general, mostraron menores utilidades y expectativas poco alentadoras, particularmente entre instituciones europeas. Lo anterior resultó en caídas generalizadas en las acciones del sector financiero, que estuvieron acompañadas de incrementos importantes en los costos de protección ante incumplimiento (CDS), los cuales alcanzaron niveles no vistos desde 2013 (Gráfica 8).

**Gráfica 8**  
**Variación de acciones de instituciones financieras seleccionadas del 29-ene-16 al 15-mar-16**  
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

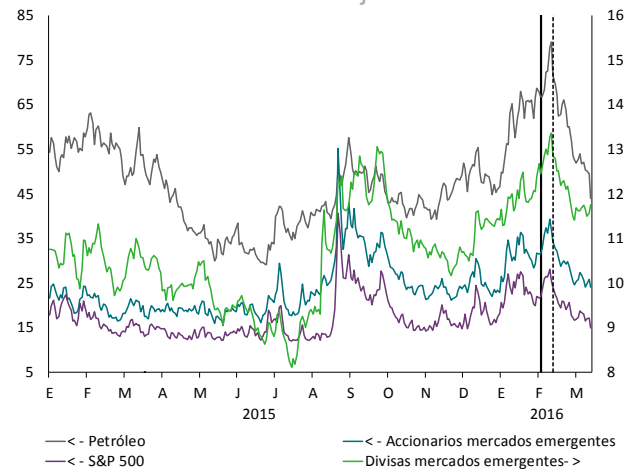
En conclusión, la elevada volatilidad que se observó en los mercados financieros durante el último mes y medio pone de manifiesto que existen diversos factores de riesgo que podrían afectar las perspectivas de crecimiento económico y amenazar la estabilidad financiera. Entre ellos, destaca la posibilidad de que se materialicen ciclos de retroalimentación negativos en los que el mal desempeño de los mercados financieros empiece a afectar variables de la economía real. Adicionalmente, preocupa que pueda acentuarse la debilidad de varias economías emergentes, principalmente la de China. Por otro lado, en Europa preocupa una eventual salida de Reino Unido de la Unión Europea y, en Estados Unidos, el panorama político hacia las próximas elecciones presidenciales podría representar un nuevo factor de incertidumbre.

Finalmente, la reciente estabilidad de los precios del petróleo está en entredicho. Por un lado, se empiezan a observar reducciones en la producción de crudo y del gasto en capital en varias regiones del mundo. El potencial acuerdo entre países de la OPEP y no OPEP para congelar la producción a los niveles actuales también es un paso en la dirección de equilibrar el mercado. Sin embargo, estos países están produciendo crudo a niveles históricamente elevados, en un contexto en el que la demanda por este producto sigue deprimida y los inventarios a nivel global se mantienen en niveles récord. Así, una nueva caída de los precios del petróleo podría generar preocupaciones respecto del estado de las carteras crediticias de los bancos y la estabilidad de economías emergentes más sensibles a los precios de materias primas.

## 2.2.2. Mercados emergentes

Los mercados financieros de los mercados emergentes también han mostrado episodios de alta volatilidad (Gráfica 9). No obstante, a partir de las últimas semanas de febrero han tenido un desempeño más positivo. Los principales determinantes de la mejoría en el comportamiento del precio de los activos de este conjunto de países fueron: i) una mayor estabilidad en los mercados financieros en China; ii) un desempeño favorable en los precios de las materias primas durante las últimas semanas, principalmente del petróleo; y iii) la creciente expectativa de que las condiciones monetarias altamente acomodaticias en las principales economías desarrolladas se mantendrán por un periodo más prolongado. A pesar de lo anterior, dadas las condiciones internacionales prevalecientes no se descarta la posibilidad de que en el futuro se pudieran observar nuevos episodios de volatilidad.

**Gráfica 9**  
**Volatilidad implícita en opciones para diversos activos financieros**  
 Porcentaje

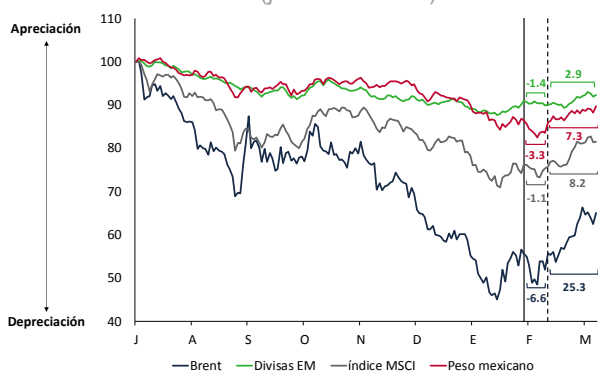


Nota: Se presenta el índice de volatilidad OVX para el petróleo, basado en la metodología VIX en opciones a distintos plazos. Para divisas emergentes se muestra el índice JP Morgan de volatilidad de monedas emergentes. Para volatilidad del S&P 500 se utiliza el índice VIX, mientras que para la volatilidad de accionarios emergentes se utiliza el índice de volatilidad de emergentes VXEM del CBOE. La línea negra vertical indica la reunión de política monetaria de Banco de México del 4 de febrero de 2016, mientras que la línea punteada indica la última reunión de política monetaria de Banco de México del 17 de febrero de 2016.

Fuente: Bloomberg.

En este entorno, las divisas con una mayor sensibilidad a los precios de las materias primas y aquellas con un mayor diferencial de tasas de interés respecto a países desarrollados (divisas de acarreo) exhibieron las apreciaciones más significativas frente al dólar. Por su parte, los índices accionarios de este conjunto de países mostraron un comportamiento positivo, reflejando el ambiente de menor aversión al riesgo que prevaleció sobre todo durante las últimas cuatro semanas (Gráfica 10). Finalmente, en los mercados de deuda, los precios de los bonos gubernamentales también exhibieron un desempeño favorable.

**Gráfica 10**  
**Rendimiento del peso mexicano, divisas emergentes, índice accionario MSCI de mercados emergentes y petróleo**  
 Índice (jul 2015= 100)



Nota: El índice MSCI comprende a México, Brasil, Chile, China, Colombia, Perú, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Polonia, Qatar, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos. Por otro lado, el índice de divisas emergentes incluye a las monedas de Sudáfrica, Turquía, Polonia, Corea del Sur, Brasil, Chile, Colombia, India, Malasia, Hungría y República Checa. Los números en color indican la variación observada durante el periodo indicado. La línea negra vertical indica la reunión de política monetaria de Banco de México del 4 de febrero de 2016, mientras que la línea punteada indica la última reunión de política monetaria de Banco de México del 17 de febrero de 2016.  
 Fuente: Bloomberg.

### 2.2.3. Mercados en México

Los mercados financieros en México también registraron episodios de alta volatilidad. Así, el tipo de cambio alcanzó un máximo histórico en 19.4480 pesos por dólar el 11 de febrero, en un contexto de condiciones de operación poco favorables (Gráfica 11). Los principales factores que explicaron dicho movimiento continuaron siendo la cobertura del riesgo cambiario de posiciones en el mercado de renta fija, el uso de posiciones cortas en pesos como un vehículo para cubrir otros activos de riesgo y una creciente preocupación por la situación financiera tanto de Pemex como del Gobierno Federal. En este entorno de mayor aversión al riesgo, el 17 de febrero se anunciaron una serie de medidas fiscales, monetarias y de política cambiaria que fueron bien recibidas por los mercados y que, hasta el momento, han contribuido a mejorar el sentimiento de los inversionistas hacia los activos financieros mexicanos. Así, a partir de estos anuncios el tipo de cambio se ha apreciado alrededor de 7 por ciento, con lo cual, tomando como punto de referencia la decisión de política monetaria del 4 de febrero, dicha apreciación ha sido de 2.8 por ciento. De manera adicional, a partir del anuncio de las medidas por parte de las autoridades mexicanas las condiciones de operación del mercado cambiario han mostrado una notoria mejoría (Gráfica 12).

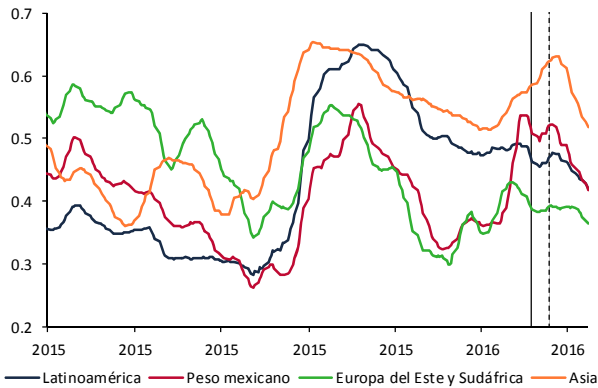
**Gráfica 11**  
**Tipo de cambio peso mexicano-dólar**  
 Pesos por dólar



Nota: La línea negra vertical indica la reunión de política monetaria de Banco de México del 4 de febrero de 2016, mientras que la línea punteada indica la última reunión de política monetaria de Banco de México del 17 de febrero de 2016.  
 Fuente: Bloomberg



**Gráfica 12**  
**Índice de condiciones de los mercados**  
**cambiaríos implícitos en las opciones de tipo de**  
**cambio**  
 Índice

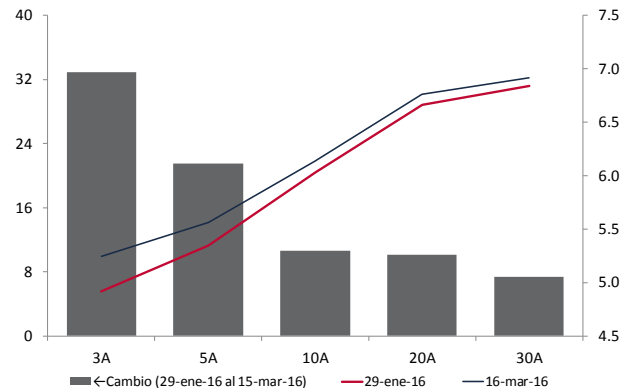


Nota: Este índice se calcula utilizando la volatilidad, el sesgo, y la curtosis implícitas en las opciones de tipo de cambio a seis meses. Para la volatilidad se utilizó la volatilidad ATM de las opciones, para el sesgo se utilizó el "risk reversal" y para la curtosis el "butterfly". Se consideró una muestra de los valores que tiene cada una de estas variables entre 2007 y 2016. Se calcularon los percentiles, los cuales son promediados de tal forma que el mayor valor que puede tomar este indicador es 1 indicando un potencial deterioro de las condiciones del mercado, mientras que niveles cercanos a cero indican mejores condiciones. Para el índice de Europa del Este y Sudáfrica se promedian los datos obtenidos para el florín húngaro, zloty polaco, lira turca y rand sudafricano. Para el índice de Asia se incluye el renminbi chino, baht tailandés, rupia india y won coreano. En el caso del índice de Latinoamérica se incluye el peso peruano, peso chileno y real brasileño. La línea negra vertical indica la reunión de política monetaria de Banco de México del 4 de febrero de 2016, mientras que la línea punteada indica la última reunión de política monetaria de Banco de México del 17 de febrero de 2016.

Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

En este contexto, en el mercado de dinero la curva de rendimiento de valores gubernamentales mostró un aplanamiento importante en su pendiente. Este resultado estuvo asociado a un ajuste importante a la alza en las tasas de interés de los plazos más cortos de la curva (38 puntos base), cuyo incremento respondió a la decisión de política monetaria extraordinaria dada a conocer el pasado 17 de febrero (alza de 50 puntos base en la tasa de referencia). Por su parte, las tasas de largo plazo mostraron cambios marginales (Gráfica 13). En términos de flujos, los inversionistas extranjeros continuaron incrementando su exposición en activos de largo plazo denominados en pesos.

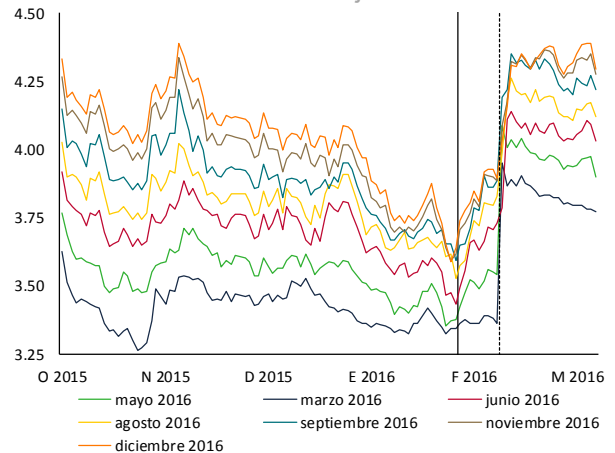
**Gráfica 13**  
**Curva de rendimiento de valores**  
**gubernamentales a tasa fija nominal**  
 Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

Finalmente, las expectativas del rumbo de la política monetaria en México implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ajustaron en respuesta a las medidas anunciadas. Al respecto, el consenso del mercado anticipa un nuevo ajuste en la tasa de referencia durante el primer semestre de 2016, aunque varios economistas lo condicionan a las acciones en materia de política monetaria que lleve a cabo la Reserva Federal (Gráfica 14).

**Gráfica 14**  
**Tasa de fondeo "forward" implícita en la curva**  
**de swaps de TIEE a 28 días**  
 Porcentaje



Nota: La línea negra vertical indica la reunión de política monetaria de Banco de México del 4 de febrero de 2016, mientras que la línea punteada indica la última reunión de política monetaria de Banco de México del 17 de febrero de 2016

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

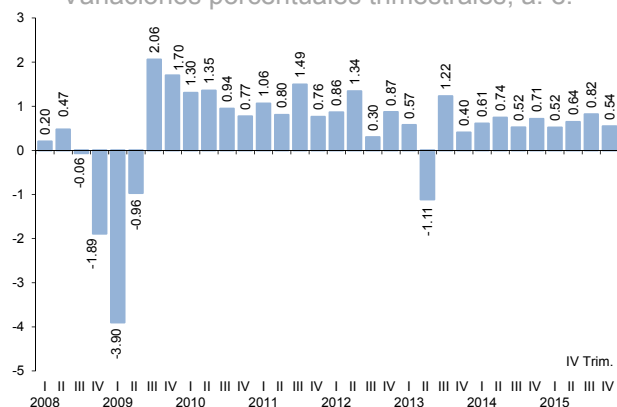
## 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

### 2.3.1. Actividad económica

Después del crecimiento relativamente favorable de la actividad económica de México durante el tercer trimestre de 2015, recientemente se ha observado cierta desaceleración en su ritmo de expansión (Gráfica 15). En particular, la demanda externa se ha mantenido estancada, en tanto que algunos componentes de la interna muestran señales de una pérdida de dinamismo.

**Gráfica 15**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



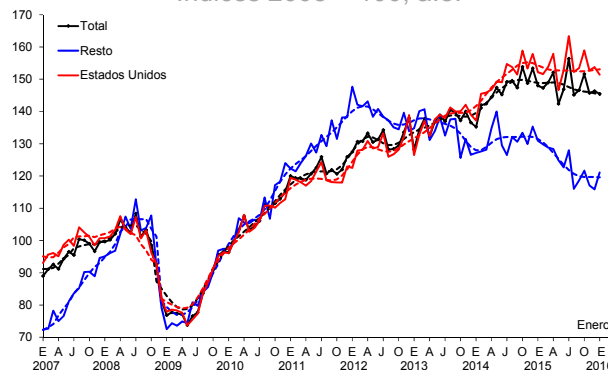
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Profundizando sobre el comportamiento de la demanda externa, en el cuarto trimestre de 2015 y a principios de 2016 las exportaciones manufactureras a Estados Unidos permanecieron estancadas, en tanto que las dirigidas al resto del mundo continuaron presentando una tendencia negativa (Gráfica 16). En cuanto a la demanda interna, algunos indicadores del consumo privado sugieren que este mantuvo un ritmo de expansión relativamente elevado en el último trimestre de 2015, si bien a principios de 2016 su dinamismo parece haberse moderado ligeramente. Por su parte, la inversión fija bruta muestra señales de un posible cambio desfavorable de tendencia, como consecuencia de la trayectoria negativa de la construcción y de la desaceleración que recientemente se ha observado en la inversión de maquinaria y equipo.

**Gráfica 16**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2008 = 100, a.e.



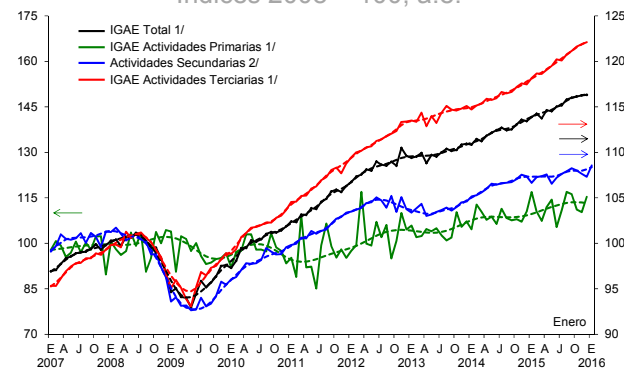
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

Por el lado de la producción, en el cuarto trimestre de 2015 el crecimiento del PIB siguió reflejando el dinamismo del sector servicios, toda vez que la actividad industrial continuó estancada (Gráfica 17). En particular, a pesar del incremento que se observó en enero, como resultado principalmente de un aumento en la construcción, la actividad industrial ha continuado mostrando un débil desempeño. En efecto, la minería mantuvo una tendencia negativa, las manufacturas siguieron exhibiendo una desaceleración y la electricidad presentó un cambio desfavorable de tendencia (Gráfica 18).

**Gráfica 17**  
**Indicadores de la Actividad Económica**

Índices 2008 = 100, a.e.



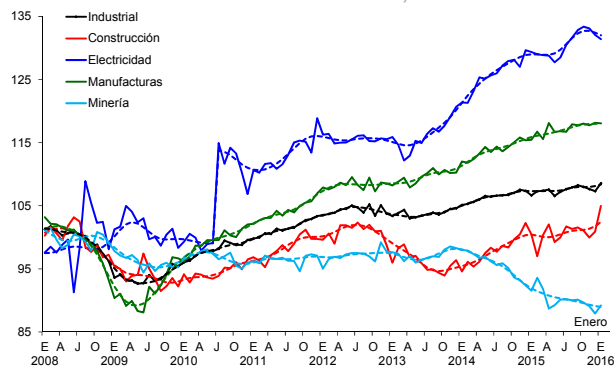
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a diciembre de 2015.

2/ Cifras a enero de 2016 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

**Gráfica 18**  
**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: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

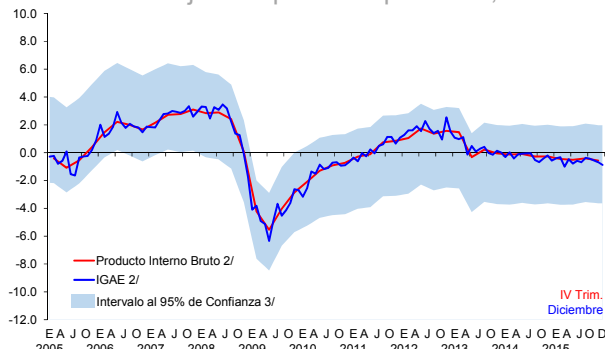
## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

En el último trimestre de 2015 y a principios de 2016, prevalecieron condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores relativos a este último sugieren que estas parecerían estar disminuyendo gradualmente. En particular, la brecha del producto permanece en terreno negativo y no se han registrado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios (Gráfica 19).

En lo referente al mercado laboral, la tasa de desocupación nacional presentó a principios de 2016 un nivel similar al observado en el trimestre previo, mientras que la tasa de desocupación urbana disminuyó ligeramente (Gráfica 20). Este desempeño se observó en un contexto en el cual la tasa de participación permaneció en niveles superiores a los reportados a principios de 2015 y el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria positiva. Adicionalmente, el comportamiento de los principales indicadores salariales, junto con el desempeño de la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra hayan mostrado cierto incremento, si bien continúan ubicándose en niveles bajos.

**Gráfica 19**  
**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.

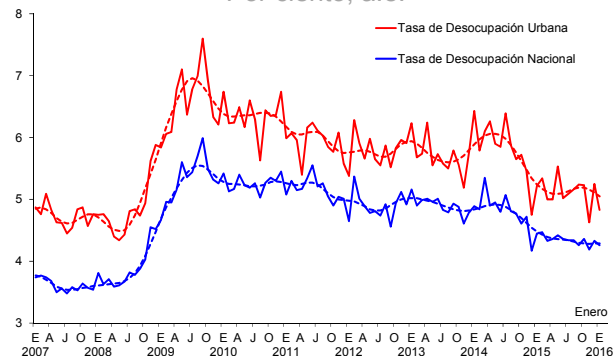
2/ Cifras del PIB del cuarto trimestre de 2015; datos del IGAE a diciembre de 2015.

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 20**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
Por ciento, a.e.



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

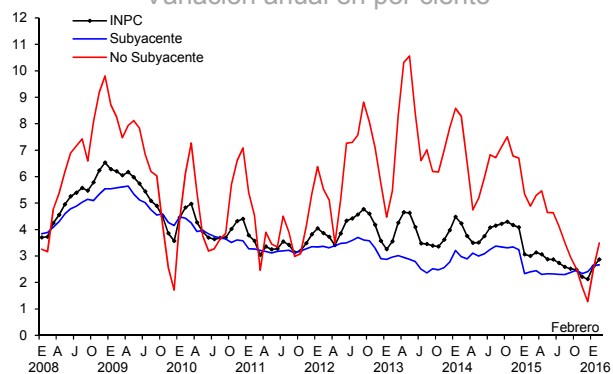
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó incrementando su ritmo de expansión durante el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016. Ello, principalmente como resultado del dinamismo que siguió mostrando el crédito bancario tanto a las empresas, como a los hogares. En este contexto, las tasas de interés permanecieron relativamente estables y cerca de sus mínimos históricos, mientras que la calidad de la cartera de crédito de la banca comercial continuó mejorando, lo que apunta a la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

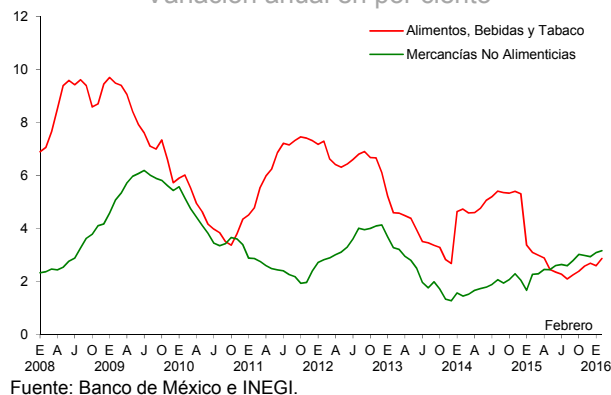
En febrero de 2016, la inflación general anual aumentó en relación al mes previo, al situarse en 2.87 por ciento, mientras que en enero se ubicó en 2.61 por ciento. Este incremento de la inflación se explica, principalmente, por las mayores tasas de crecimiento del componente no subyacente, las cuales han estado asociadas a aumentos transitorios en los precios de algunas frutas y verduras. Por su parte, la inflación subyacente se ha caracterizado por exhibir un aumento gradual, debido a incrementos en los precios de las mercancías, tanto alimenticias como no alimenticias (Gráfica 21 y Cuadro 1).

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

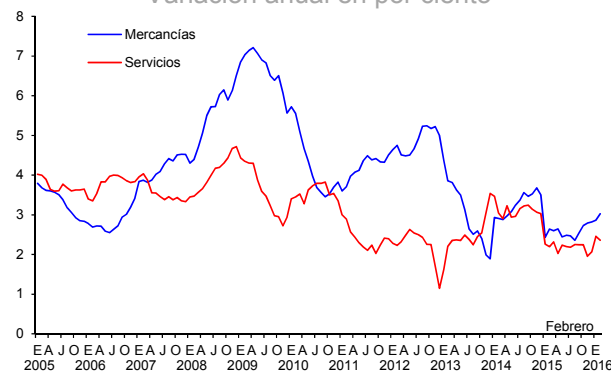


En enero, la inflación subyacente anual se ubicó en 2.64 por ciento, mientras que en febrero se situó en 2.66 por ciento. Al interior de este índice se observó un comportamiento diferenciado. Por una parte, el subíndice de precios de las mercancías continuó aumentando de manera gradual derivado tanto de la depreciación de la moneda nacional como del incremento en los precios de los alimentos procesados. Por la otra, el subíndice de precios de los servicios desaceleró su ritmo de crecimiento, lo cual se debió, en buena medida, a las menores tasas de variación anual en los precios del rubro de servicios distintos a educación y vivienda (Gráfica 22 y Gráfica 23).

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

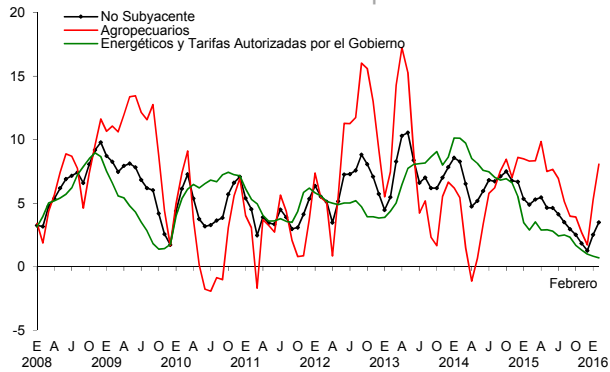


**Gráfica 23**  
Subíndice Subyacente de las Mercancías  
Variación anual en por ciento



El componente no subyacente presentó un incremento en su tasa de variación anual, la cual pasó de 2.52 a 3.49 por ciento entre enero y febrero. Ello se debió a las mayores variaciones de precio, en relación al año previo, que se registraron en algunas hortalizas, como el jitomate y la cebolla, que hicieron aumentar considerablemente la variación anual del grupo de frutas y verduras. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos continuó exhibiendo tasas de variación anual negativas (Gráfica 24 y Cuadro 1).

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



Las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2016 registraron un incremento, de 3.1 a 3.4 por ciento, entre las encuestas de enero y febrero de 2016. Lo anterior debido a la sorpresa de la inflación no subyacente de la primera quincena de febrero. En contraste, las correspondientes al cierre de 2017 y aquellas para horizontes de más largo plazo se mantuvieron ancladas alrededor de 3.3 por ciento entre las referidas encuestas. De igual forma, las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) permanecieron estables alrededor de 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario continuó en niveles reducidos. Así, la compensación por inflación y riesgo inflacionario siguió ubicándose en niveles cercanos a su mínimo histórico.

La trayectoria prevista para la inflación considera el desvanecimiento de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar a comienzos de 2015, los ajustes en precios relativos derivados de la depreciación de la moneda nacional, así como el cambio en la determinación de los precios de la gasolina y, en consecuencia, en su estacionalidad, la cual puede implicar precios más altos de este combustible durante el segundo y tercer trimestres, pero más bajos durante el primer y cuarto trimestres del año. De esta forma, se anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente y que, derivado de la referida estacionalidad, alcance niveles ligeramente superiores a 3 por ciento entre el segundo y tercer trimestre, cerrando el año cerca de dicho nivel. Por su parte, se espera que la inflación subyacente anual aumente de forma gradual a lo largo del año como resultado del ajuste en precios relativos mencionado y que finalice 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que ambos indicadores se establezcan alrededor del objetivo permanente de inflación.

Las previsiones anteriores no están exentas de riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que dadas las consecuencias que el entorno internacional ha tenido sobre el comportamiento del tipo de cambio, que se vuelva a observar una depreciación desordenada de la moneda nacional, lo cual pudiera contaminar las expectativas de inflación, provocando de esta manera aumentos en los precios de los bienes no comerciables. También como riesgo al alza se encuentra que se presente un dinamismo de la actividad económica mayor al anticipado, si bien este riesgo se materializaría gradualmente. A la baja, que como resultado de las reformas estructurales, algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, exhiban disminuciones adicionales en sus precios. De igual forma, que se acentúe la reversión reciente de la depreciación de la moneda nacional.

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

Concepto	Diciembre 2015	Enero 2016	Febrero 2016
<b>INPC</b>	<b>2.13</b>	<b>2.61</b>	<b>2.87</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.41</b>	<b>2.64</b>	<b>2.66</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2.82</b>	<b>2.86</b>	<b>3.02</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.68	2.59	2.86
Mercancías no Alimenticias	2.93	3.09	3.16
<b>Servicios</b>	<b>2.07</b>	<b>2.46</b>	<b>2.36</b>
Vivienda	2.01	2.06	2.10
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.32	4.17
Otros Servicios	1.46	2.32	2.08
<b>No Subyacente</b>	<b>1.28</b>	<b>2.52</b>	<b>3.49</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>1.72</b>	<b>5.27</b>	<b>8.08</b>
Frutas y Verduras	5.62	19.36	27.28
Pecuarios	-0.46	-2.05	-1.49
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>1.00</b>	<b>0.84</b>	<b>0.71</b>
Energéticos	0.06	-0.44	-0.65
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.81	3.27	3.28

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros destacó que las perspectivas de crecimiento global continuaron deteriorándose. Mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación mundiales se mantuvo sin cambio. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que su ritmo de expansión mostró una desaceleración respecto a lo observado en el tercer trimestre de 2015. En este entorno, sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral y, en particular, que la brecha del producto permanece en terreno negativo y no se han registrado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios. La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambio respecto de la decisión de política monetaria del 4 de febrero. En relación con la inflación, la mayoría subrayó que esta continúa ubicándose por debajo de la meta de 3 por ciento, si bien en febrero dicho indicador tuvo un repunte asociado principalmente al aumento que mostró el subíndice de frutas y verduras, dentro de la inflación no subyacente. Además, la mayoría anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente temporalmente a niveles ligeramente superiores a 3 por ciento, como consecuencia del cambio en la mecánica de determinación de los precios de las gasolinas y la estacionalidad que presentan las cotizaciones internacionales de este energético. No obstante, estima que la inflación general cierre el año cerca del objetivo permanente. La mayoría de los integrantes estima que el balance de riesgos para la inflación es neutral, considerando el incremento del objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 50 puntos base determinado a mediados de febrero pasado.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno concordó en que en el último trimestre del año pasado se observó una desaceleración de la economía global, como reflejo del debilitamiento de la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. También coincidió en que las perspectivas para el crecimiento económico mundial continuaron deteriorándose. Asimismo, enfatizó el estancamiento que se ha observado en

el comercio mundial, destacando uno de los miembros las caídas que han presentado las exportaciones de los países de la OCDE. Otro miembro mencionó que los analistas esperan que la economía mundial registre una recuperación gradual durante este y el próximo año, mientras que otro añadió que esta expansión será débil, dado que la actividad global sigue sin superar las diferentes manifestaciones que ha tenido la crisis financiera internacional. Algunos integrantes afirmaron que los riesgos para la actividad económica mundial se han acentuado, resultando en un deterioro de las condiciones financieras globales, y no descartaron que los pronósticos de crecimiento presenten nuevos ajustes a la baja. Sin embargo, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación mundiales se mantuvo sin cambio.

Todos los integrantes de la Junta apuntaron que en Estados Unidos, algunos indicadores sugieren una recuperación moderada de la actividad en el primer trimestre de 2016, ante el desvanecimiento de los factores transitorios que la afectaron al cierre de 2015 y el crecimiento del consumo. No obstante, algunos miembros destacaron que aun así, la expansión de la economía continuó manteniéndose en niveles bajos. En este sentido, la mayoría indicó que persiste la debilidad en el sector industrial, aunque se percibe una incipiente recuperación del manufacturero. Uno de ellos notó que la inversión se mantiene débil y que el sector externo sigue representando un freno al crecimiento, lo cual ha sido resultado de la persistente debilidad de la demanda global y de la apreciación del dólar. Otro añadió que la debilidad industrial parece estar también afectando al sector servicios. Por su parte, un integrante puntualizó que se espera que la economía de Estados Unidos registre una recuperación gradual durante este y el siguiente año, si bien otro agregó que los pronósticos al respecto se han estado revisando a la baja. Un miembro mostró preocupación sobre el crecimiento de la productividad en este país en el futuro previsible. Asimismo, destacó que con información proveniente de instrumentos de mercado, por un lado la inflación esperada en ese país en un horizonte prolongado de tiempo es relativamente baja. Por otro, la evolución de las tasas de interés reales ha mostrado una tendencia decreciente. Incluso señaló que existe la percepción de que dicha situación continúe en los siguientes años, esperándose que las tasas reales de interés se estabilicen en niveles muy reducidos, entre cero y uno por ciento. Agregó que lo anterior, más allá del

comportamiento cíclico de la actividad, parecería sugerir que Estados Unidos está atravesando por una situación de estancamiento secular, en donde la oferta de ahorro y la demanda por inversión se encuentran afectadas de tal forma que la tasa de interés real de equilibrio, esto es, congruente con pleno empleo, es cercana a cero o negativa. En relación con el mercado laboral, la mayoría afirmó que este ha seguido mejorando, si bien no se aprecian presiones sobre el nivel de los salarios. Uno de ellos agregó que la tasa de desocupación se ubicó en niveles mínimos desde el inicio de la crisis, y alrededor de cifras que en general se consideran de pleno empleo. La mayoría indicó que la inflación general se mantiene baja, aunque recientemente la subyacente ha mostrado cierto repunte. Un integrante puntualizó que los deprimidos precios de los energéticos y la fortaleza del dólar han contribuido a mantener la inflación contenida.

La mayoría destacó que en marzo la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio y dejó ver que la trayectoria de incrementos en esta variable será todavía más gradual a lo anticipado. Algunos miembros mencionaron que esta medida fue motivada por las señales mixtas del desempeño económico de Estados Unidos y por la incertidumbre existente acerca de la situación de la economía mundial, así como sobre los efectos que esta podría tener en la actividad en ese país. No obstante, la mayoría señaló que la Reserva Federal mantiene la perspectiva de alzas adicionales en la tasa de referencia durante 2016. En este entorno, un integrante destacó que continúa la incertidumbre sobre el ritmo de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, lo que se refleja en ajustes frecuentes y, en ocasiones, opuestos, de las expectativas de los analistas y las del mercado. Finalmente, la mayoría apuntó que la Reserva Federal ratificó, por un lado, que los ajustes futuros continuarán dependiendo de la evolución observada y esperada del empleo y de la inflación, y, por otro, que las condiciones económicas y financieras globales continúan representando riesgos para el crecimiento e inflación en ese país.

En lo referente a otras economías avanzadas, la mayoría de los integrantes mencionó que su crecimiento se ha debilitado, e incluso uno comentó que estas economías presentaron una expansión menor a la esperada. Respecto a la zona del euro, la mayoría apuntó que su crecimiento se ha moderado y que su inflación se ha mantenido en niveles bajos. Además, señaló que han aumentado

las preocupaciones sobre la fortaleza de la recuperación económica, la baja inflación y la salud financiera de los bancos de la región. En este sentido, un miembro aseveró que todavía se tienen que solucionar algunos problemas que dieron lugar a la crisis, lo que requiere de una reducción en la exposición al riesgo y del desapalancamiento del sector bancario. Incluso, otro puntualizó que el Banco Central Europeo ajustó a la baja sus proyecciones para la inflación y el crecimiento, en respuesta a la debilidad de la actividad económica global, la apreciación del euro y la pronunciada caída de los precios del petróleo. Especificó que se sigue previendo un fortalecimiento moderado en la actividad económica y una tendencia de la inflación hacia el objetivo en los próximos años, pero con riesgos a la baja y con una trayectoria más gradual de lo anticipado previamente. También agregó que en el Reino Unido, si bien la actividad económica ha mantenido un ritmo de crecimiento moderado, los riesgos a la baja parecen estarse acentuando, y la inflación ha continuado registrando lecturas cercanas a cero. Algunos miembros consideraron que la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea podría tener efectos negativos sobre la actividad económica en Europa. Por otra parte, un miembro añadió que en Japón la actividad económica se ha mantenido débil y que la inflación ha registrado niveles muy por debajo del objetivo del Banco Central, resaltando que existe el riesgo de que la inflación se sitúe en niveles negativos en los próximos meses.

En este entorno, algunos integrantes comentaron que persiste la posibilidad de medidas adicionales de relajamiento en estas economías avanzadas. La mayoría de los integrantes destacó que el Banco Central Europeo anunció en marzo medidas de relajamiento monetario más agresivas de lo esperado para impulsar a la inflación y sostener la recuperación económica de la región. Asimismo, recalcó que el Banco Central de Japón continuó aplicando medidas de estímulo monetario. Uno de ellos agregó que los efectos de estas medidas no se han materializado plenamente. En este sentido, la mayoría comentó que se percibe un escepticismo sobre la efectividad de las medidas adicionales de estímulo monetario implementadas por estos bancos centrales. Algunos asociaron esto con el posible agotamiento de instrumentos de política para estimular el crecimiento y, uno de ellos, también lo asoció a la dificultad para reactivar la inflación. Otro miembro sostuvo que, en este contexto, en Europa y en Japón se requieren políticas fiscales, reformas estructurales y un menor enfoque en las políticas monetarias para lograr una



reactivación del crecimiento de la economía y de los precios. Respecto al Reino Unido, un miembro añadió que se ha venido postergando la fecha probable para un endurecimiento de la postura monetaria. Finalmente, la mayoría indicó que todo lo anterior, aunado a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, reafirma la expectativa de una divergencia prolongada de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas.

La mayoría de los integrantes coincidió en que el crecimiento de las economías emergentes continuó mostrando debilidad, en un entorno de precios bajos de las materias primas y una mayor restricción en las condiciones de financiamiento para estos países. Un miembro mencionó que el ritmo de la desaceleración en estas economías parece haber disminuido y que se prevé un ligero fortalecimiento de la actividad económica durante el resto del año, aunque persisten riesgos importantes al respecto. Otro afirmó que las expectativas de inflación en algunas economías emergentes han ido en ascenso, por lo que los desafíos para el control de la inflación pueden ser considerables. Ello, especialmente en los países que padecen desequilibrios financieros y fiscales, por lo que presentan vulnerabilidades macroeconómicas, o que incluso se encuentran en recesión. Todos los miembros destacaron el caso de China, en donde persiste la incertidumbre en torno a sus perspectivas de crecimiento y a la salud de su sistema financiero, así como sobre las políticas económicas en ese país y su eficacia. Sobre esto, un miembro comentó que el principal reto para este país será lograr una trayectoria suave y sostenible de desaceleración de la economía durante la transición de sus estructuras de producción y de demanda hacia un nuevo equilibrio. Algunos miembros apuntaron que la referida incertidumbre se ha visto reflejada en fuertes salidas de capital y en presiones a la baja sobre su tipo de cambio, por lo que uno de ellos consideró que esto ha llevado a las autoridades de China a realizar fuertes intervenciones en el mercado cambiario y a endurecer los controles de capital. Otro miembro destacó las dificultades en este país para lograr la apertura de su cuenta de capitales y la liberalización de su tipo de cambio. La mayoría comentó que la incertidumbre en torno a la fortaleza financiera, las perspectivas de crecimiento y la eficacia de las políticas económicas adoptadas en ese país, siguen representando factores de riesgo para el crecimiento global y para la estabilidad del sistema financiero internacional.

Todos los miembros afirmaron que los precios de los energéticos y de otras materias primas continúan deprimidos, a lo que uno añadió que esto se ha presentado en un entorno de alta volatilidad en estos mercados. La mayoría notó que en las últimas semanas ha habido una recuperación en los precios de las materias primas, aunque mencionó que el mercado del crudo sigue mostrando mucha fragilidad y se mantiene latente el riesgo de una nueva caída en el precio del petróleo. Ello, debido a los niveles elevados de producción, a la debilidad de la demanda, a los niveles excesivos de inventarios, así como a los cambios estructurales en la industria y a la fragilidad de los acuerdos para restringir la oferta. Otro añadió que, dados los movimientos en los precios de las materias primas, específicamente del petróleo, se incrementó la sensibilidad de muchos activos a este insumo en particular.

La mayoría de los miembros subrayó que la volatilidad de los mercados financieros internacionales aumentó a principios de año. Uno mencionó que ello vino acompañado de una mayor percepción de riesgo sistémico que se reflejó en una mayor correlación entre los activos financieros. Asimismo, expuso que la revaluación de los factores estructurales que están incidiendo sobre las perspectivas de crecimiento global en el mediano plazo podría explicar el aumento en la volatilidad. La mayoría también señaló que, de mediados de febrero a la fecha, se ha observado una reducción en la volatilidad financiera internacional, lo que se ha reflejado en una recuperación de los índices accionarios, reducciones en las primas de cobertura de riesgo crediticio soberano, mayores precios de las materias primas, incluyendo al petróleo, una apreciación de las monedas de países emergentes, así como bajas en las tasas de interés de mercado. Un miembro agregó que también se ha observado una incipiente reversión de las salidas de capitales en economías emergentes. Este miembro argumentó que el menor nerviosismo en los mercados puede atribuirse al incremento en los precios del petróleo, a cierta moderación respecto a las dudas relativas a la situación de China y a la perspectiva de políticas monetarias acomodaticias por un periodo prolongado en las economías avanzadas. Otro explicó que la última decisión de política monetaria de la Reserva Federal pudo haber contribuido a calmar a los mercados, y afirmó que en la medida en que la normalización monetaria en dicho país se perciba como más gradual, el episodio de mayor calma podría ser más

duradero, aunque destacó que dado el complejo entorno externo dicho efecto puede ser temporal.

Todos advirtieron que, hacia adelante, no se puede descartar que la volatilidad financiera internacional vuelva a incrementarse. Respecto a los factores que pueden contribuir a ello, la mayoría mencionó el desbalance estructural entre la oferta y la demanda del petróleo, lo que podría afectar su precio. Adicionalmente, señaló la posibilidad de una descompresión desordenada de primas por plazo en los mercados financieros internacionales, ante la normalización esperada de la política monetaria en Estados Unidos. Asimismo, la mayoría destacó como riesgo adicional la presencia de factores geopolíticos, principalmente el debate en torno a la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea. Algunos agregaron dentro de estas el proceso electoral en Estados Unidos. Aunado a lo anterior, la mayoría alertó sobre la divergencia en las posturas de política monetaria entre las economías avanzadas, que ha generado reajustes importantes en los portafolios de los inversionistas. Uno de ellos precisó que, en relación con lo anterior, los bancos centrales, primordialmente en economías avanzadas, tienen incentivos para implementar políticas de relajamiento monetario competitivo. Algunos integrantes comentaron que el escepticismo sobre la efectividad de las políticas monetarias extremadamente acomodaticias también puede ser fuente de volatilidad. Uno expuso que, en un contexto en el que los choques se transmiten rápidamente entre países, el relajamiento monetario adicional en algunas economías avanzadas genera incertidumbre sobre sus efectos en otras economías. Otro añadió que entre los factores de riesgo también figura el que los precios de diversos activos puedan estar sobrevalorados como resultado de las prolongadas políticas monetarias acomodaticias en economías avanzadas.

La mayoría de los miembros de la Junta mencionó que el ritmo de expansión de la actividad económica en México mostró una desaceleración durante los últimos meses, en comparación con el dinamismo observado en el tercer trimestre de 2015. Uno de ellos destacó que ya se registraron 10 trimestres consecutivos con variaciones positivas en el PIB. La mayoría añadió que el crecimiento de la economía ha estado sustentado en la continua expansión del consumo. Algunos miembros señalaron que esta expansión pudo haber estado apoyada por la recuperación de la masa salarial real y el crecimiento del crédito. No obstante, la mayoría de los integrantes apuntó que

algunos indicadores oportunos sugieren que, a principios de 2016, el consumo podría estar mostrando una desaceleración. Agregó que la inversión fija bruta registró señales de un posible cambio desfavorable de tendencia, a la vez que las exportaciones manufactureras siguieron estancadas. Por el lado de la producción, la mayoría de los miembros mencionó que continúa el desempeño favorable del sector servicios. En contraste, señaló que la actividad industrial muestra un escaso dinamismo. Algunos integrantes atribuyeron dicho estancamiento a la debilidad del sector minero y al bajo crecimiento de las manufacturas, consecuencia de la falta de vigor de la producción industrial en Estados Unidos. Uno destacó también como una causa adicional de ello las dificultades de la industria petrolera en México. Otro miembro señaló que la sostenibilidad de la recuperación podría verse comprometida dada la asociación de varios tipos de servicios con la industria. En congruencia con lo anterior, la mayoría de los miembros consideró que prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral. En particular, la brecha del producto permanece en terreno negativo y no se han registrado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios. No obstante, añadió que la holgura parece estar disminuyendo gradualmente.

Algunos de los integrantes mencionaron que se espera una gradual recuperación de la economía mexicana. Uno de ellos agregó que, en adelante, la anticipada mejoría de la producción industrial estadounidense, aunada a la depreciación que ha registrado el peso, permitirían reiniciar la expansión de las exportaciones manufactureras. Sin embargo, consideró que el fortalecimiento de la actividad económica será más evidente hasta el año entrante. En este contexto, uno de los integrantes destacó la revisión a la baja que hizo el Banco de México en sus últimos pronósticos de crecimiento del PIB para este y el próximo año, como respuesta al deterioro en el entorno internacional.

Por lo que respecta al balance de riesgos para el crecimiento, la mayoría, consideró que este permaneció sin cambio respecto de la decisión de política monetaria del 4 de febrero. Algunos integrantes señalaron que persisten riesgos a la baja, destacando el de una recuperación industrial en Estados Unidos menor a la esperada. Uno de ellos también mencionó el riesgo de caídas en la plataforma de producción petrolera mayores a las previstas. Por su parte, otro miembro añadió que nuevos descensos del precio del petróleo,

episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, la pérdida de dinamismo de la inversión, particularmente la debilidad de la construcción no residencial, y la todavía relativamente baja confianza de empresas y familias, son otros de los riesgos a la baja que enfrenta la economía mexicana.

La mayoría de los miembros destacó que la inflación general continúa ubicándose por debajo de la meta de 3 por ciento. Todos los integrantes señalaron que, en febrero, la inflación tuvo un repunte asociado, principalmente, al aumento que mostró el subíndice de frutas y verduras dentro de la inflación no subyacente. Asimismo, la mayoría agregó que este incremento también obedeció a efectos aritméticos derivados de reducciones en algunos precios a principios de 2015 que no se repitieron este año. Por otro lado, la mayoría mencionó que al incremento de la inflación general también ha contribuido el aumento gradual que ha exhibido la inflación subyacente, como resultado del mayor ritmo de crecimiento de los precios de las mercancías en comparación con el de los servicios, en parte como consecuencia de la depreciación cambiaria. Respecto a esto, un miembro agregó que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios de los bienes comerciables ha sido débil, tal como era anticipado. Adicionalmente, la mayoría resaltó que, hasta ahora, no se han observado efectos en los precios de bienes y servicios no comerciables derivados del ajuste del tipo de cambio. Por su parte, otro miembro puntualizó que el comportamiento favorable que actualmente presenta la inflación representa una oportunidad inédita para redoblar esfuerzos con el fin de consolidar la convergencia de dicho indicador al objetivo permanente de inflación.

En este contexto, la mayoría notó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes de encuestas entre analistas permanecieron estables en 3.3 por ciento. Agregó que las extraídas de instrumentos de mercado se mantuvieron alrededor de 3 por ciento. Asimismo, coincidió que ello se dio a pesar de que las expectativas de inflación para el cierre de este año se han ajustado al alza debido al incremento inesperado de la inflación no subyacente. Por su parte, un miembro subrayó que las expectativas de la inflación subyacente se han mantenido inalteradas. Otro integrante mencionó que las medidas adoptadas en conjunto por la Secretaría de Hacienda, el Banco de México y la Comisión de Cambios el 17 de febrero de 2016 enviaron la señal de que las autoridades están atentas a la dinámica del tipo de cambio, lo que ha coadyuvado a anclar

las expectativas de inflación y a reducir los rumores de un mayor traspaso del tipo de cambio a los precios.

La mayoría sostuvo que se espera que en 2016 la inflación general anual aumente temporalmente a niveles ligeramente superiores a 3 por ciento como consecuencia del cambio en la mecánica de determinación de los precios de las gasolinas y la estacionalidad que presentan las cotizaciones internacionales de este energético. No obstante, agregó que se estima que la inflación general cierre el año cerca del objetivo permanente. Respecto a la inflación subyacente anual, la mayoría advirtió que se espera que esta aumente gradualmente a lo largo del año, como consecuencia del ajuste en precios relativos de las mercancías respecto de los servicios derivado de la depreciación cambiaria, para finalizar 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Enfatizó que para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se estabilicen alrededor del objetivo de inflación. Asimismo, esta mayoría sostuvo que la trayectoria de 2017 reflejaría el desvanecimiento de los efectos aritméticos en ambas direcciones derivados de los choques de oferta que tuvieron lugar a principios de 2015, así como de los ajustes en precios relativos descritos. Finalmente, un integrante resaltó que esta trayectoria también se puede explicar por la expectativa de menores precios de las gasolinas como resultado de la libre importación de este producto, autorizada a partir de abril del presente año.

Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación es neutral, considerando el incremento del objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 50 puntos base determinado a mediados de febrero pasado. Al respecto, un miembro indicó que si bien la motivación principal de esta medida de política monetaria fue romper una trayectoria adversa en el tipo de cambio, dicha medida tiene efectos mucho más amplios en las presiones inflacionarias del país, y se deben reconocer los efectos favorables que esto podría tener sobre la inflación observada. Precisamente en función de esto, la Junta de Gobierno anunció el pasado 17 de febrero que con las acciones tomadas ese día no se iniciaba un ciclo de alzas de la tasa de interés objetivo. Por su parte, algunos miembros consideraron que el balance de riesgos para la inflación continúa al alza. Entre los riesgos en este sentido, la mayoría mencionó que existe la posibilidad de que el entorno internacional muestre un deterioro adicional, y que se observe una depreciación desordenada de la moneda

nacional, lo cual pudiera llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a aumentos de precios de los bienes no comerciables. Además agregó el riesgo de que la brecha del producto se cierre más rápido que lo previsto, si bien este último se materializaría gradualmente. Un integrante destacó que este riesgo es importante a la luz de la incertidumbre sobre la holgura de la economía. No obstante, otro miembro señaló que no se anticipan presiones de demanda sobre los precios durante este año y el siguiente, ya que ante la recuperación gradual que se prevé para la actividad económica, se espera que continúe observándose una brecha negativa del producto hasta finales del año entrante. Adicionalmente, algunos miembros mencionaron el riesgo de que los precios de los productos agropecuarios sigan aumentando. Uno de ellos agregó que lo anterior se podría dar, por ejemplo, por condiciones climáticas adversas, y podría afectar el proceso de formación de precios a través de efectos de segunda vuelta. Por su parte, otro recaló que la experiencia reciente muestra que este tipo de choques repercute en los precios solamente de manera transitoria, sin afectar las expectativas de inflación de largo plazo. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de que continúen las reducciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, como consecuencia de las reformas estructurales. Además apuntó que se podría acentuar la apreciación reciente de la moneda nacional.

La mayoría de los miembros señaló que a principios de febrero se incrementó la volatilidad en los mercados financieros globales, lo que se reflejó en los mercados financieros en México. En particular, un miembro mencionó que a principios del presente año, el tipo de cambio del peso frente al dólar había registrado una variabilidad más pronunciada que la observada en las monedas de la mayoría de los mercados emergentes y que la correlación del peso con el precio del petróleo se acentuó. Asimismo, comentó que la prima por riesgo de crédito soberano se incrementó considerablemente. Por su parte, la mayoría coincidió en que las medidas extraordinarias tomadas el 17 de febrero conjuntamente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la Comisión de Cambios rompieron la tendencia negativa de la cotización de la moneda nacional, que mostraba una sobre-reacción al entorno externo adverso durante el primer mes y medio del año. Señaló que estas medidas, junto con el ambiente de menor volatilidad en los mercados financieros

internacionales después de la última fecha señalada, han pronunciado la apreciación de la moneda nacional y la recuperación del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. Incluso otro integrante agregó que la señalada apreciación también ha tenido lugar respecto a la mayoría de las monedas de otras economías emergentes. Algunos afirmaron que las medidas en términos de política cambiaria efectivamente complementaron las medidas fiscales y monetarias y ayudaron a romper la dinámica desfavorable que había estado registrando el tipo de cambio, al disminuir los incentivos de algunos participantes del mercado a adoptar estrategias especulativas que propiciaban un aumento en su volatilidad. Uno apuntó que con ello se envió la señal de que las autoridades están preocupadas por el valor de la moneda nacional, lo que ha coadyuvado a anclar las expectativas, tanto del tipo de cambio como de la inflación. Otro agregó que la apreciación del peso también ha respondido a la recuperación reciente del precio del petróleo. Continuó señalando que a partir de estos eventos, si bien se mantiene por arriba del correspondiente a economías con una calificación crediticia similar a la de México, incluidas Polonia, España, Tailandia, Islandia, y Perú. En lo que corresponde al efecto de la modificación de la postura monetaria, la mayoría de los integrantes destacó que este se concentró en las tasas de corto plazo, lo que condujo a un aplanamiento de la curva de rendimientos, siendo este el resultado deseado. De acuerdo con un integrante, lo anterior diluye el potencial efecto adverso del alza en la tasa de interés de referencia en las inversiones en instrumentos financieros de largo plazo. No obstante lo anterior, algunos enfatizaron que, además de los esfuerzos en materia monetaria, será indispensable continuar con las medidas de consolidación fiscal, ya que el principal reto en esta materia será el de implementar adecuadamente lo anunciado, de forma tal que se lleve a cabo el recorte del gasto público, así como la reducción de la trayectoria de mediano plazo del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público anunciados. En este contexto, un miembro recaló que el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público como porcentaje del PIB ha aumentado más de 11 puntos porcentuales durante los últimos 6 años. Otro miembro mencionó que hacia adelante es probable que la economía mexicana continúe enfrentando un entorno de mucha incertidumbre. La mayoría señaló que no puede descartarse que la volatilidad financiera internacional se vuelva a incrementar.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que, en el entorno descrito, es clave mantener fundamentos económicos sanos en el país, por lo que continúa siendo muy relevante que las autoridades se mantengan muy vigilantes con respecto a los fundamentos macroeconómicos. Argumentó que preservar la solidez de dichos fundamentos coadyuva a incrementar la confianza en México, contribuyendo a distinguir al país de otras economías emergentes, de tal forma que el componente de riesgo soberano en las tasas de interés, al igual que otras primas de riesgo, permanezcan bajo control. A lo anterior, un miembro agregó que dado que la economía mexicana continúa enfrentando un choque importante al tipo de cambio real ante la caída en los términos de intercambio, es indispensable garantizar la fortaleza de los fundamentos fiscales. Otro comentó que esto adquiere mayor relevancia considerando que México tiene una de las exposiciones más elevadas dentro de los mercados emergentes a los capitales de no residentes, los cuales pueden desacelerar aún más su entrada si se propagan dudas sobre la solidez del marco macroeconómico. Finalmente, algunos integrantes señalaron que será necesario permanecer atentos a que la evolución de los mercados financieros domésticos sea ordenada y asegurar que se lleven a cabo las acciones de cambio estructural y transformación institucional requeridas para incrementar el potencial de crecimiento económico del país.

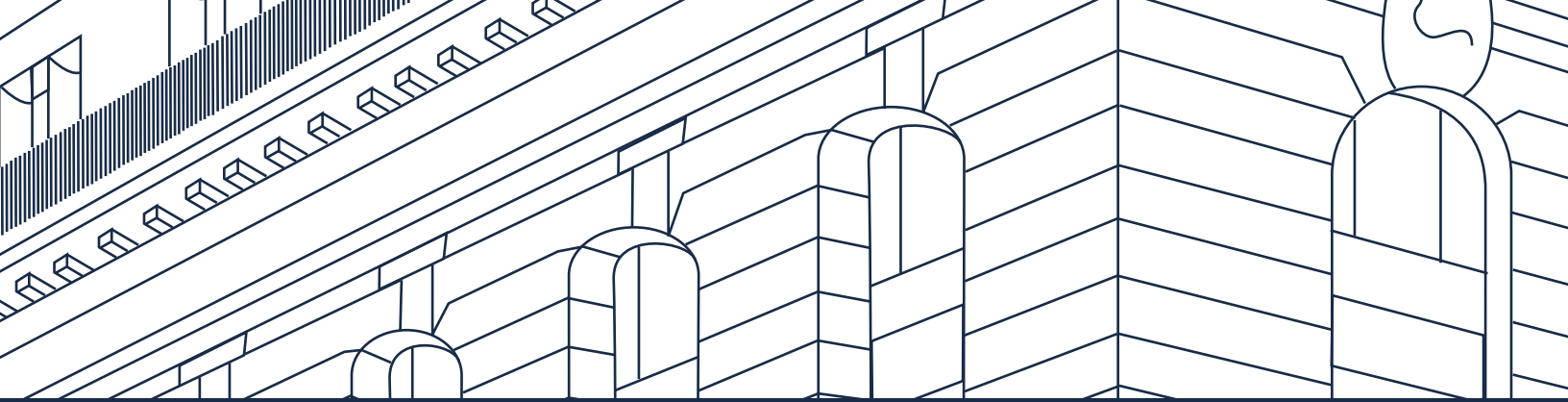
En cuanto a la política monetaria en México, la mayoría de los miembros comentó que el ajuste de la postura monetaria adoptado en la reunión extraordinaria de mediados de febrero tuvo como objetivo principal preservar y consolidar el anclaje de la inflación y enfatizó que, considerando la inflación y la fase cíclica por la que atraviesa la economía, dicha acción no representó el inicio de un ciclo de alzas de la tasa de interés de referencia. No obstante lo anterior, algunos integrantes destacaron que además de seguir tomando en cuenta la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, hacia adelante no se puede descartar la posibilidad de un escenario de mayores riesgos e incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su posible efecto sobre la economía doméstica. Por ello, prevalece la posibilidad de que se realicen ajustes adicionales en la postura monetaria en México si la situación así lo amerita y en independencia de las acciones de la Reserva Federal, como por ejemplo ante un escenario de expectativas de inflación desalineadas con la meta y, según uno de ellos, el

riesgo de un episodio de inestabilidad financiera. Este miembro añadió que existe una alta probabilidad de que la política monetaria deba continuar apretándose en los próximos meses, entre otros motivos debido a que ante un escenario de incertidumbre como el observado en la actualidad, no sería conveniente permitir una disminución del diferencial de tasas de interés nominales de corto plazo entre México y Estados Unidos, ya que esto podría dar lugar a ajustes desordenados en los flujos de capital y a riesgos para la moneda nacional, las tasas de interés y los precios. La mayoría destacó que la postura monetaria actual es congruente con la consolidación de la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento. También coincidió que es muy importante transmitir el mensaje de que la Junta se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo.

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

Teniendo en cuenta lo expuesto, dado que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo es congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 3.75 por ciento.

Sin embargo, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, 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 tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 1 de abril de 2016

