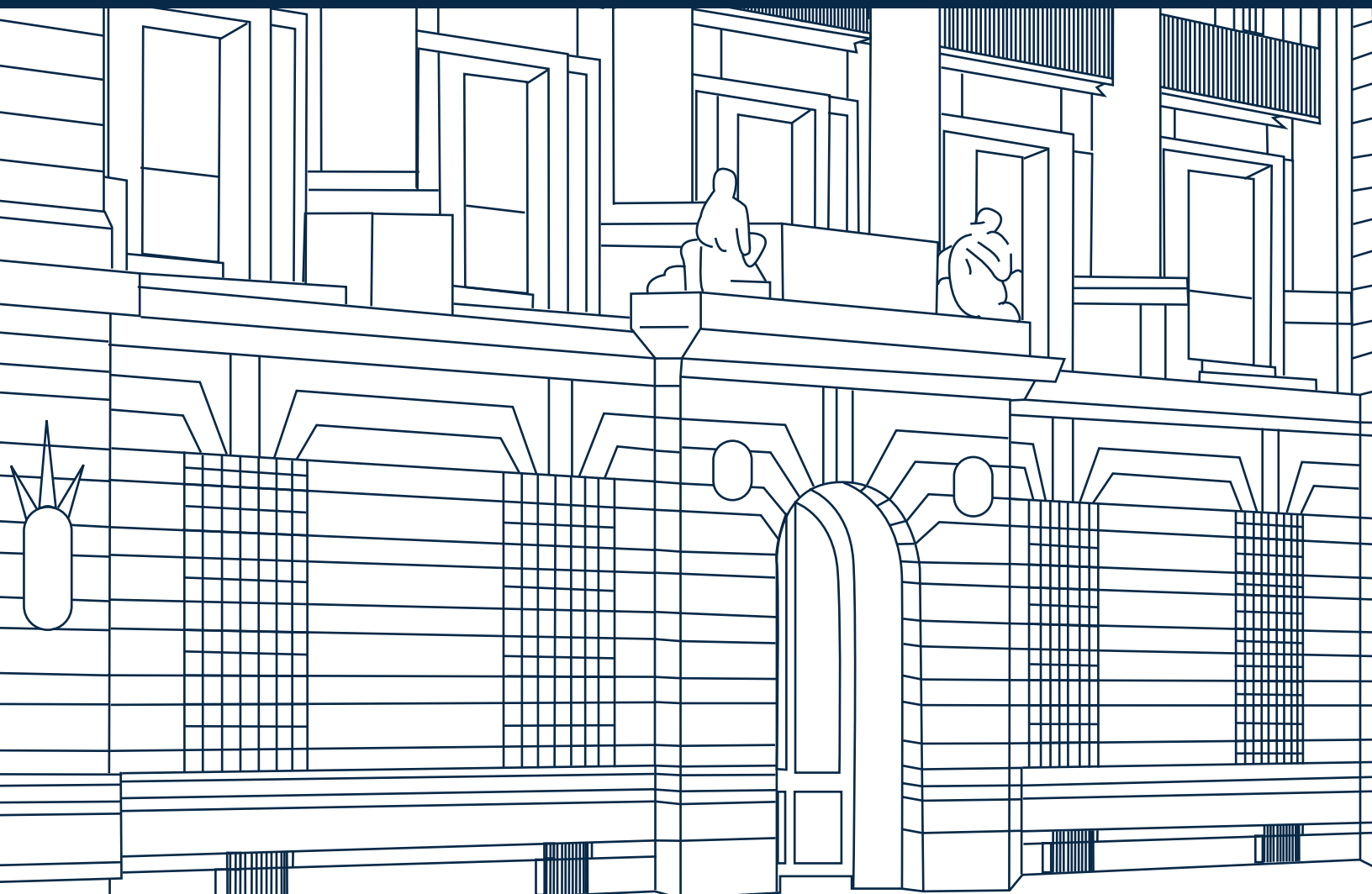


BANCO DE MÉXICO

Minuta número 38

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 21 de septiembre de 2015



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: 21 de septiembre de 2015.

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

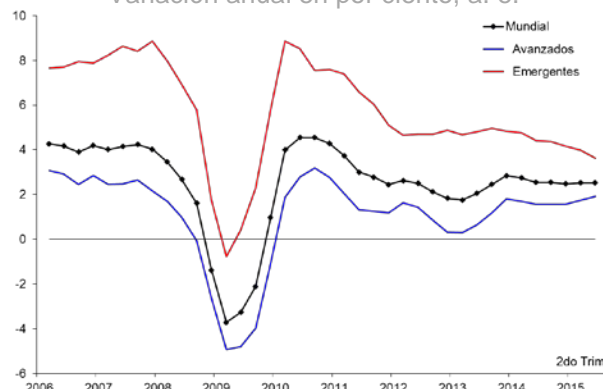
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La recuperación de la economía mundial en la primera mitad del año fue más débil de la esperada, debido principalmente a un menor crecimiento de las economías emergentes y de varias avanzadas exportadoras de materias primas (Gráfica 1). A ello se ha sumado una mayor preocupación en cuanto a las perspectivas de crecimiento de China, lo cual ha generado una revaluación de los riesgos para el crecimiento global y la estabilidad financiera. En este entorno de mayor preocupación sobre el panorama

internacional, prevaleció la incertidumbre en torno al rumbo de la política monetaria en Estados Unidos, lo que continúa incidiendo en la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



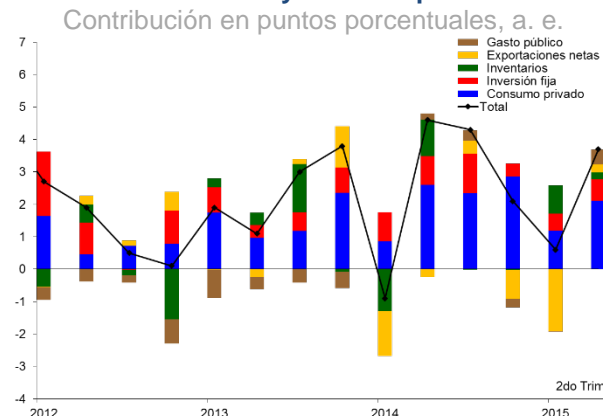
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

La muestra de países representa el 86.1% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics.

En Estados Unidos, la actividad económica mostró un ritmo de crecimiento moderado durante el primer semestre del año. En particular, presentó un crecimiento de sólo 0.6 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre, si bien la economía se expandió 3.7 por ciento durante el segundo, reflejando principalmente una relativa fortaleza de la demanda interna (Gráfica 2). Durante el tercer trimestre, el consumo privado ha mantenido una tendencia al alza, mientras que los pedidos de bienes de capital se han incrementado. Asimismo, la inversión residencial continuó recuperándose.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y sus Componentes
Contribución en puntos porcentuales, a. e.

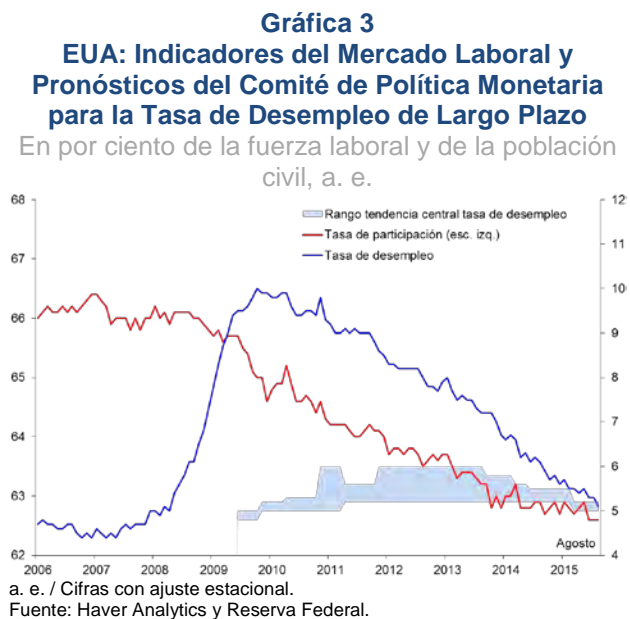


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA, Haver Analytics.

Por su parte, la actividad manufacturera en Estados Unidos se mantuvo débil, en buena medida debido a la apreciación del dólar, una menor demanda externa y un todavía elevado nivel de inventarios. Además, la productividad laboral del sector manufacturero mostró un crecimiento históricamente bajo. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que la apreciación del dólar tenga un efecto negativo persistente sobre las exportaciones.

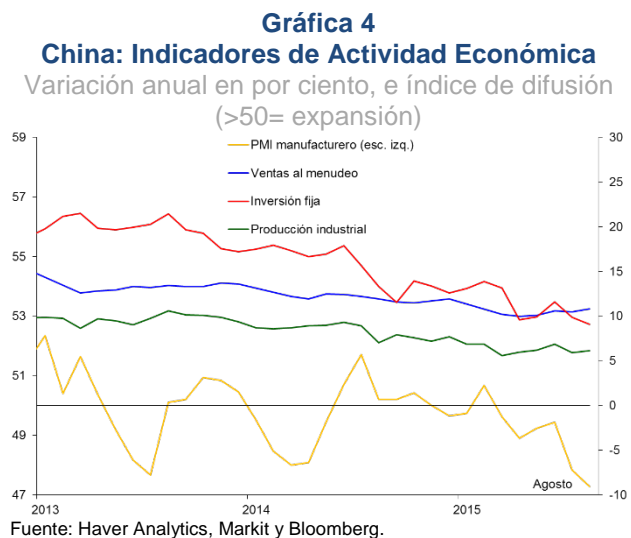
Las condiciones del mercado laboral siguieron mejorando, sin que hasta ahora se hayan presentado indicios de presiones al alza sobre la dinámica salarial. Así, la tasa de desempleo se situó en 5.1 por ciento en agosto, cifra que ya se ubica dentro del rango que los integrantes del Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés) consideran como su nivel de largo plazo. Sin embargo, otras medidas de las condiciones en el mercado laboral, como la tasa de participación laboral y la razón de empleados a población, siguieron mostrando cierto grado de holgura (Gráfica 3).



En la zona del euro, indicadores de ventas al menudeo, de confianza de los hogares y de las empresas apuntan a una expansión moderada durante el tercer trimestre del año, apoyada por una mejoría de las condiciones crediticias. No obstante, el Banco Central Europeo (BCE) revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento para los próximos años, en parte por la desaceleración de las economías emergentes y su potencial impacto sobre las exportaciones de la zona del euro.

En la mayoría de las economías emergentes la actividad ha mostrado una mayor debilidad. A esto se han sumado condiciones externas de financiamiento más astringentes y una nueva caída de los precios de las mercancías básicas, la cual ha deteriorado aún más los balances externos y fiscales de países exportadores de dichos productos. Adicionalmente, otros factores idiosincrásicos han afectado la actividad en algunos países.

En China la debilidad en los indicadores de actividad en lo que va del tercer trimestre ha contribuido a una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento en dicho país y en el resto de las economías emergentes (Gráfica 4). Al respecto, no se puede descartar la posibilidad de que esto pudiera tener un impacto negativo aún mayor sobre los precios internacionales de las materias primas y el volumen de comercio mundial.



Los precios de las materias primas registraron una nueva caída durante las últimas semanas, como resultado de los mayores temores sobre el crecimiento de la economía mundial y la apreciación del dólar. En particular, el retroceso en los precios del petróleo se debió a los aún elevados niveles de producción, al debilitamiento en la demanda global y a las perspectivas de un aumento en la producción una vez que se concluya un acuerdo entre Irán y algunos países avanzados. Por su parte, la reducción en los precios de los granos se atribuye a una mayor oferta mundial. Los precios de los metales cayeron ante una menor demanda de China y el incremento en la capacidad de producción de los principales productores mundiales.

Ante esta renovada caída en los precios de las materias primas, junto con la desaceleración de la

economía global, los riesgos a la baja para la inflación mundial han aumentado, por lo que se anticipa que ésta continúe en niveles reducidos en los próximos meses. En Estados Unidos, la inflación anual medida a través del deflactor del gasto en consumo en julio fue de 0.3 por ciento, por debajo de la meta de inflación de 2.0 por ciento. Si bien las expectativas de inflación obtenidas de indicadores de mercado presentaron una disminución, las de largo plazo se mantienen relativamente estables alrededor del objetivo, sugiriendo que se espera que la inflación regrese a niveles cercanos a dicho objetivo una vez que se disipen los efectos de los menores precios del petróleo y la apreciación del dólar. En la zona del euro, la tasa de inflación ha aumentado más lentamente de lo esperado, al permanecer en 0.2 por ciento en los últimos tres meses. Además, el BCE redujo sus pronósticos de inflación para los próximos años, principalmente por los menores precios del petróleo esperados. En las economías emergentes, la mayoría de los países mostraron inflaciones bajas en un entorno de demanda interna débil, en tanto que en países como Brasil, Turquía y Sudáfrica, la inflación se ha mantenido por encima del objetivo, en parte por los efectos de la depreciación de sus monedas en respuesta a su débil situación fiscal.

Ante la elevada incertidumbre externa y una trayectoria de inflación ligeramente más baja que la prevista, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su rango objetivo de la tasa de fondos federales en su reunión de septiembre. En su comunicado reiteró que aumentará dicho rango una vez que se observen avances adicionales en el mercado laboral y que esté razonablemente confiada de que la inflación regresará a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. Esa Institución subrayó que la actividad económica en Estados Unidos sigue expandiéndose a un ritmo moderado y que el mercado laboral continúa mejorando. No obstante, señaló que la inflación continúa por debajo de su meta, reflejando en parte las disminuciones en los precios de la energía y de las importaciones no energéticas, las cuales considera transitorias. Adicionalmente, destacó que la evolución económica y financiera global podría restringir la actividad económica y presionar a la baja la inflación en el corto plazo. Con respecto a los riesgos para las perspectivas de crecimiento y el mercado laboral, señaló que si bien se mantienen balanceados, estará monitoreando el entorno internacional. Finalmente, se siguió enfatizando que el ritmo de normalización de su postura de política monetaria será gradual y que dependerá de la evolución de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación.

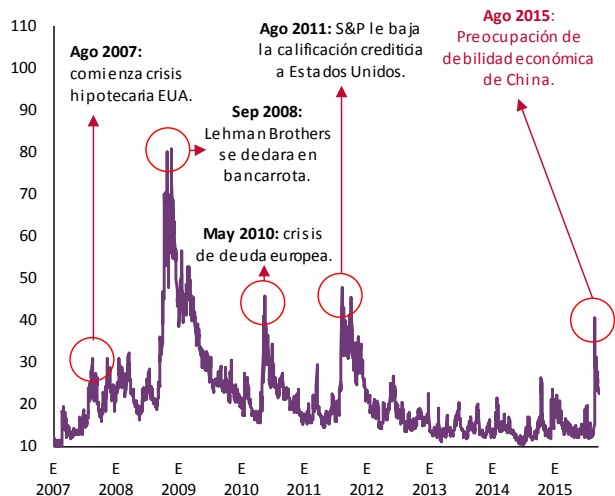
Por su parte, en su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sin cambio sus tasas de interés de política monetaria. No obstante, después de su evaluación del programa de compras de valores del sector público, éste relajó el monto máximo de adquisición de una emisión de 25 a 33 por ciento. El BCE enfatizó que se han acentuado los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento e inflación, en parte por la evolución del entorno externo. En consecuencia, reiteró su disposición y capacidad para actuar, de ser necesario, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La mayor preocupación respecto al debilitamiento de la actividad económica en China y otras economías emergentes como Brasil, su potencial impacto sobre los precios de las materias primas, así como la incertidumbre con respecto al futuro de la política monetaria de la Reserva Federal, se tradujo en un marcado incremento en los niveles de volatilidad de los mercados financieros internacionales (Gráfica 5).

Gráfica 5
Evolución del índice de volatilidad implícita del S&P 500 (VIX)
Porcentaje

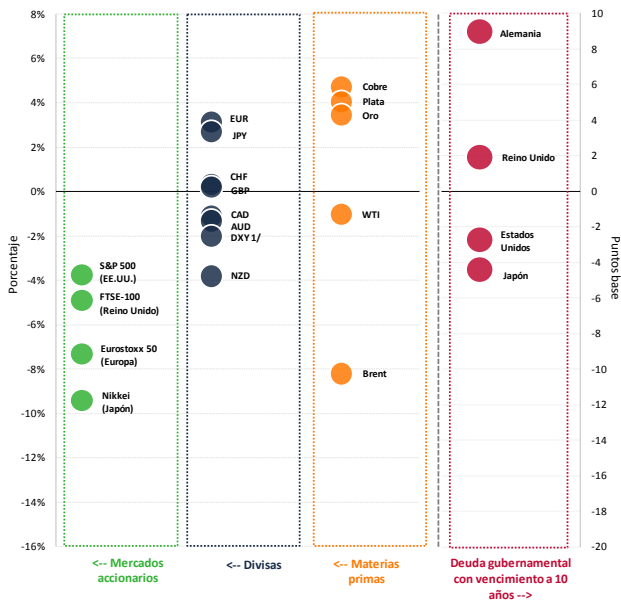


Fuente: Bloomberg.
* VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange.

En este entorno, se observó una recomposición de portafolios hacia activos de menor riesgo, lo que se tradujo en una fuerte caída de los índices accionarios de países desarrollados, una disminución en los

precios de algunas materias primas, y la consecuente depreciación de las divisas de países que sufrieron un fuerte deterioro en sus términos de intercambio. En contraste, las divisas y activos considerados de refugio presentaron ganancias frente al dólar (Gráfica 6).

Gráfica 6
Variación de activos financieros seleccionados del 27 de julio al 17 de septiembre de 2015
Porcentaje, Puntos base

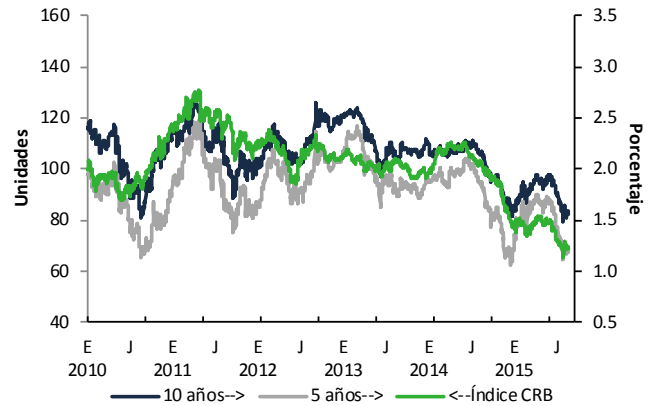


Fuente: Bloomberg.
1/ DXY, promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

La incertidumbre respecto al crecimiento global, aunado a la citada caída de los precios de las materias primas, resultó en ajustes a la baja en las expectativas de inflación implícitas en indicadores de mercado en países desarrollados, particularmente en Estados Unidos (Gráfica 7).

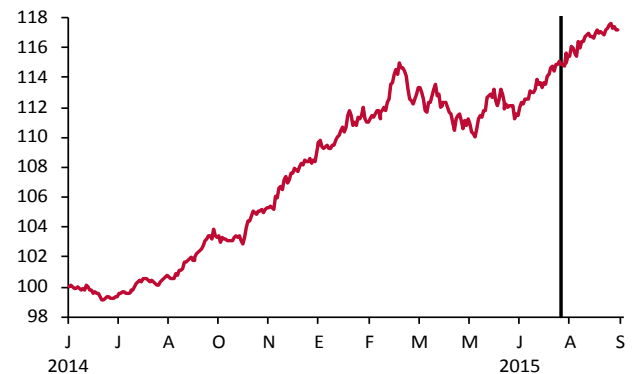
Por su parte, en los mercados cambiarios el dólar continuó su tendencia de apreciación frente a prácticamente todas las demás divisas, lo cual podría representar un factor de riesgo para el crecimiento económico de Estados Unidos y dificultar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de la Reserva Federal de 2% en los siguientes trimestres (Gráfica 8).

Gráfica 7
Índice de materias primas CRB* y compensación por inflación y riesgo inflacionario medido a partir del diferencial entre las tasas nominales y reales de bonos gubernamentales de Estados Unidos
Índice 01-ene-2010 = 100, Porcentaje



Fuente: Bloomberg.
* Índice "CRB" de Thomson Reuters compuesto por 19 materias primas, las cuales se dividen en 4 grupos: energéticos (39%), agrícolas (41%), metales preciosos (7%) y metales industriales (13%).

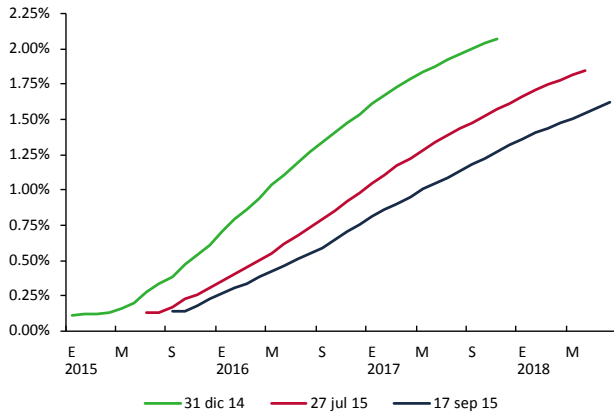
Gráfica 8
Evolución del índice del dólar ponderado por comercio*
Índice 01-jun-2014 = 100



*Índice "TWI" de la Reserva Federal; principales socios comerciales: China (21.3%), Eurozona (16.38%), Canadá (12.7%), México (11.9%), Japón (6.9%), Corea del Sur (3.9%), Reino Unido (3.35%).
Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.

En este contexto, como se mencionó previamente, la decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa de referencia sin cambio y de ajustar ligeramente a la baja la trayectoria estimada para la tasa de fondos federales ha contribuido a que la incertidumbre respecto de la fecha del primer incremento de dicha tasa continúe. Al respecto, los contratos a futuro de la tasa de fondos federales incorporan por completo un incremento de 25 puntos base hasta los primeros meses del próximo año (Gráfica 9).

Gráfica 9
Estados Unidos: Trayectoria de la tasa de referencia de la Reserva Federal implícita en la curva de futuros de fondos federales
 Porcentaje



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

En cuanto al resto de los bancos centrales de países desarrollados, se espera que el Banco de Inglaterra eleve su tasa de interés a principios de 2016. Por el contrario, se anticipa que el Banco de Japón y el Banco Central Europeo mantengan una postura expansiva en el futuro previsible.

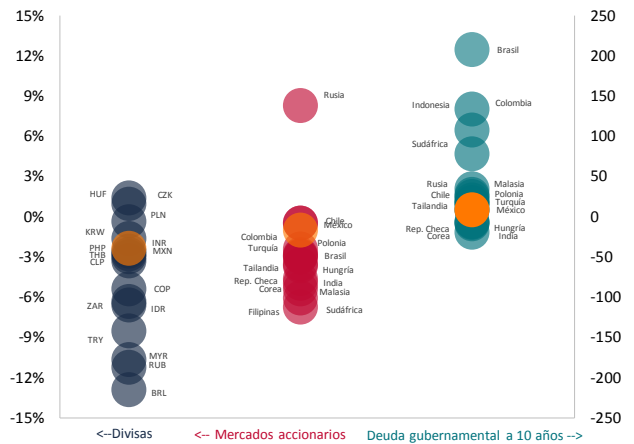
Finalmente, en cuanto a los factores de riesgo que podrían afectar la evolución de los mercados hacia adelante, el principal sigue siendo una posible sorpresa en torno al inicio y velocidad del ciclo de alzas de tasa de interés en Estados Unidos. Además, un debilitamiento más acelerado de la actividad económica en China y otras economías emergentes como Brasil, así como su impacto sobre la economía global, podría ocasionar nuevos periodos de inestabilidad financiera, que a su vez podrían acentuarse ante la aparente disminución de la liquidez y profundidad de los mercados en meses recientes.

2.2.2. Mercados emergentes

Desde la última decisión de política monetaria en México el 30 de julio de este año a la fecha, los mercados financieros de países emergentes mostraron un desempeño negativo, el cual fue producto principalmente del menor dinamismo observado en la actividad económica de varios de estos países, destacando el caso de China, así como por la caída que sufrieron los precios de las materias primas. Los mayores ajustes se observaron en los mercados cambiarios, en donde el dólar siguió fortaleciéndose frente a la mayoría de las divisas de países emergentes y, en varios casos, las cotizaciones de éstas alcanzaron sus niveles

históricamente más depreciados. En respuesta a este panorama negativo algunos bancos centrales retomaron sus intervenciones en los mercados cambiarios. Por su parte, los mercados de renta fija y accionarios de este conjunto de países también registraron pérdidas significativas durante el periodo (Gráfica 10).

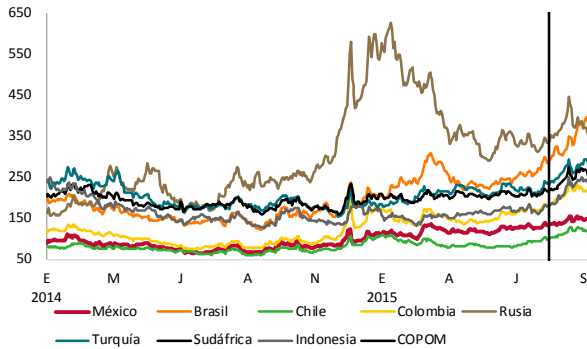
Gráfica 10
Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes del 27 de julio a 9 de septiembre de 2015
 Por ciento y puntos base



Fuente: Bloomberg.

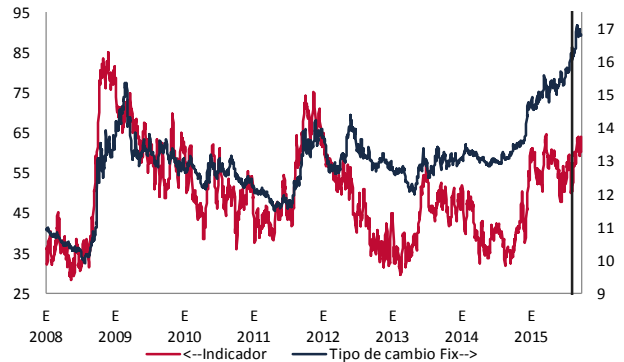
Este mal desempeño de los mercados se reflejó también en una reducción en las posiciones en activos financieros de este conjunto de países por parte de los inversionistas extranjeros, en particular en los accionarios, además de que se deterioraron las primas crediticias de dichas naciones (Gráfica 11).

Gráfica 11
Prima del seguro de protección contra incumplimiento (CDS) a 5 años para países emergentes seleccionados
 Puntos base



La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 13
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario
 Índice, pesos por dólar



Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles en el periodo de 2008 a 2015 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día.

La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México con información de Reuters.

2.2.3. Mercados en México

En México el impacto negativo de los choques externos también fue primordialmente absorbido por el tipo de cambio. Así, desde la última decisión de política monetaria en nuestro país a la fecha el peso se depreció 3.0% frente al dólar (Gráfica 12), y alcanzó de manera temporal los niveles de cotización históricamente más elevados (17.31 pesos por dólar). Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación se deterioraron marginalmente (Gráfica 13).

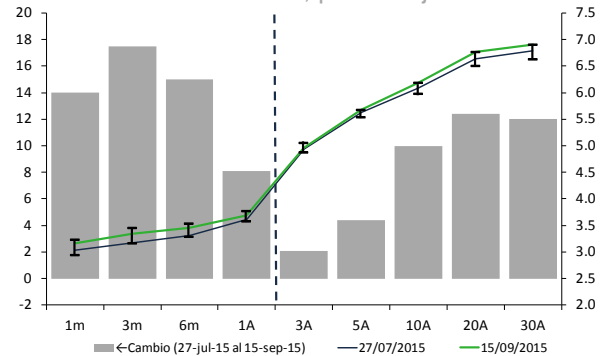
Por su parte, y a pesar de la volatilidad mostrada en el mercado cambiario, las tasas de interés de los valores gubernamentales observaron un comportamiento estable, similar al presentado en la mayoría de los mercados de renta fija de países desarrollados (Gráfica 14). Al respecto, es importante destacar que la posición de estos valores en poder de inversionistas extranjeros continuó incrementándose, particularmente en aquellos de plazos más largos (Gráfica 15).

Gráfica 12
Tipo de cambio peso mexicano-dólar
 Pesos por dólar



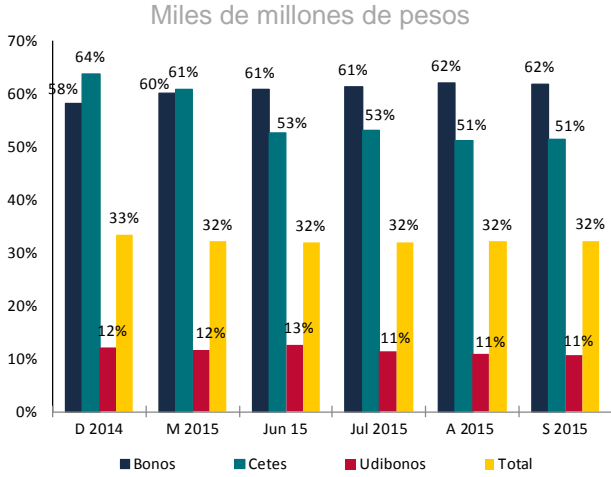
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: PIP.

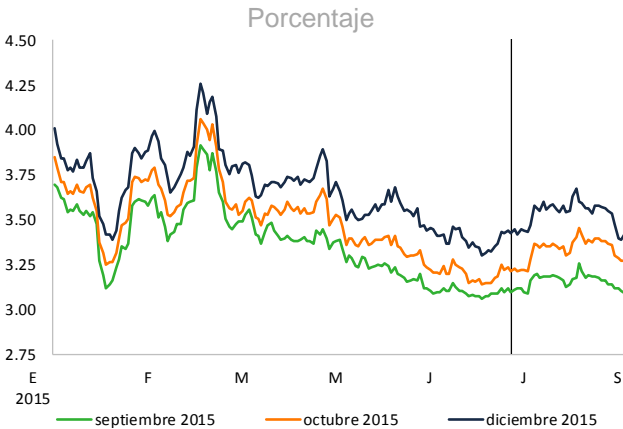
Gráfica 15
Tenencia de extranjeros en valores gubernamentales



Fuente: Banco de México e Indeval.

Finalmente, la estructura de la curva de rendimientos continúa anticipando incrementos en la tasa de referencia para la política monetaria durante el cuarto trimestre del año (Gráfica 16).

Gráfica 16
Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIIE a 28 días



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

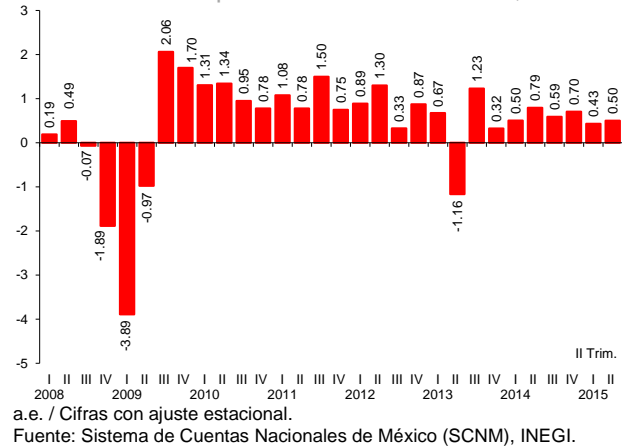
Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

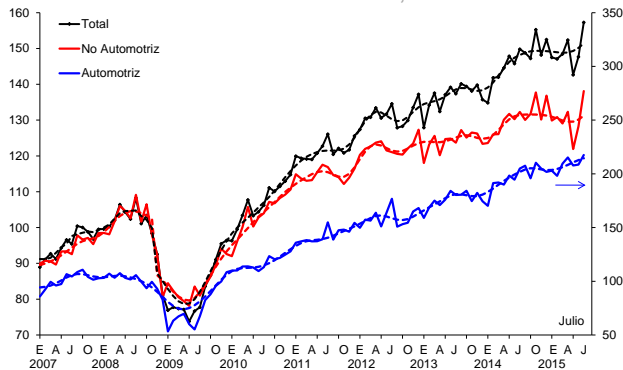
Durante el segundo trimestre de 2015, la actividad económica de México continuó presentando un ritmo de crecimiento moderado (Gráfica 17). En ese periodo, prevaleció un débil desempeño en la demanda externa, el cual fue contrarrestado por el incremento que mostraron algunos componentes de la demanda interna.

Gráfica 17
Producto Interno Bruto



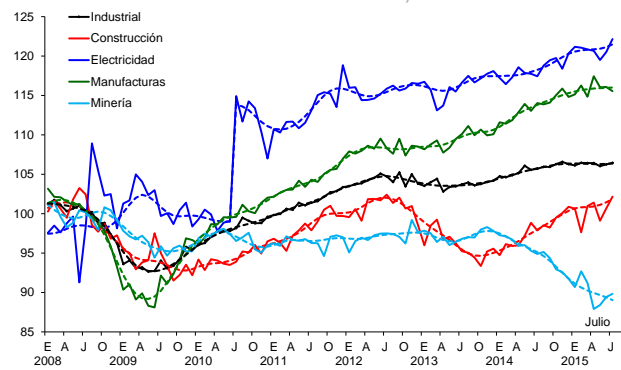
Las exportaciones manufactureras registraron un estancamiento en el segundo trimestre de 2015, si bien en julio éstas exhibieron una recuperación (Gráfica 18). En ese mes, se reportaron avances tanto en las exportaciones automotrices, como en el resto de las exportaciones manufactureras (Gráfica 18). En cuanto a los componentes de la demanda interna, diversos indicadores del consumo privado, tales como las ventas de la ANTAD y de empresas comerciales al menudeo, han mantenido una trayectoria creciente. Por su parte, se ha observado un dinamismo moderado en la inversión, ya que la mejoría en el rubro de maquinaria y equipo se ha visto contrarrestada, en parte, por un deterioro en la evolución de la construcción.

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



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

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



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

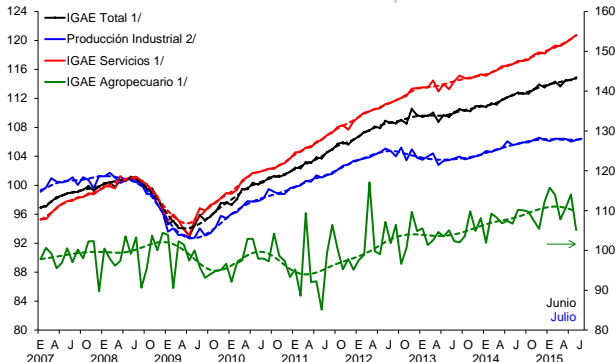
Por el lado de la producción, el moderado crecimiento que ha mostrado la economía se ha sustentado en el dinamismo de los servicios, toda vez que la actividad industrial ha seguido presentando un estancamiento (Gráfica 19). En efecto, en el periodo abril-julio la producción manufacturera registró una pérdida de dinamismo, al tiempo que la minería continuó exhibiendo una tendencia negativa, si bien se ha observado cierta recuperación después del accidente en la plataforma Abkatun A-Permanente ocurrido en abril. Por su parte, la construcción mostró cierta mejoría, particularmente en julio, después del débil desempeño a inicios de 2015 (Gráfica 20).

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

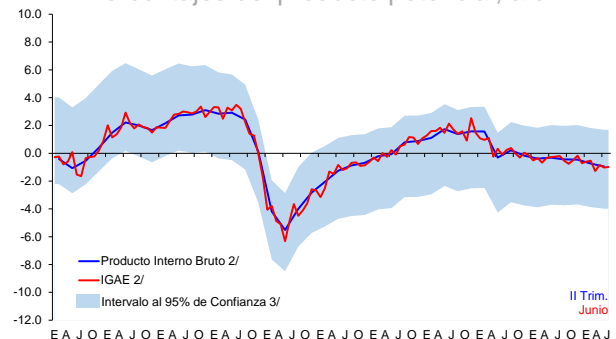
Ante el moderado crecimiento de la economía en el primer semestre de 2015, no se han presentado presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas, provenientes de la demanda agregada. Esto no debe ser sorprendente, dado que la brecha del producto se mantiene en terreno negativo (Gráfica 21).

Gráfica 19
Indicadores de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a.e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a junio de 2015.
2/ Cifras a julio de 2015 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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



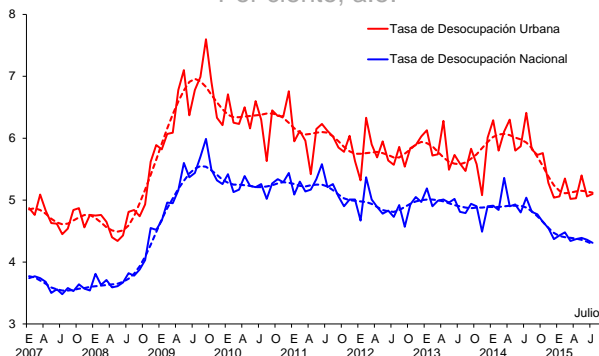
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2015; cifras del IGAE a junio de 2015.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con 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.

La información más reciente sugiere que a principios del tercer trimestre del año en curso, el mercado

laboral continuó registrando condiciones de holgura. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana han suavizado su tendencia a la baja que mostraron en la segunda mitad de 2014 y permanecen en niveles superiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 22). No obstante, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria creciente. En este contexto, los principales indicadores salariales siguen registrando incrementos moderados. Lo anterior, en conjunto con la tendencia positiva que ha exhibido la productividad laboral, ha conducido a que los costos unitarios de la mano de obra permanezcan en niveles bajos (Gráfica 23).

Gráfica 22
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

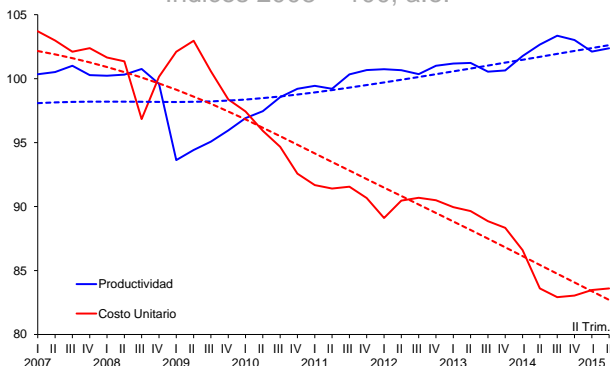
Por ciento, a.e.



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

Gráfica 23
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}

Índices 2008 = 100, a.e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

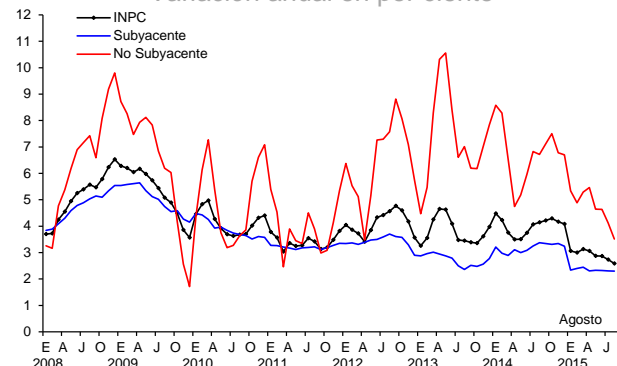
En lo que toca al financiamiento al sector privado no financiero, en julio continuó incrementando su tasa

de crecimiento como reflejo del mayor ritmo de expansión del financiamiento interno a las empresas y a los hogares. Respecto de los costos de dicho financiamiento, si bien las tasas de interés a las empresas permanecieron cerca de sus mínimos históricos, en el margen mostraron un ligero incremento, mientras que aquellas asociadas al crédito a los hogares se mantuvieron estables. Por su parte, los índices de morosidad en general no registraron fluctuaciones significativas, no obstante que parecería observarse una incipiente mejoría en la calidad de la cartera de crédito al consumo. Así, no se perciben presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La conducción de la política monetaria ha coadyuvado a que la evolución de la inflación general anual continúe siendo favorable, permitiendo observar tasas de inflación anual que se ubican por debajo del objetivo del 3 por ciento y que incluso registran mínimos históricos. En particular, en la primera quincena de julio la inflación general anual se ubicó en 2.76 por ciento, disminuyendo a 2.59 por ciento en agosto (Gráfica 24 y Cuadro 1). Lo anterior ha ocurrido a pesar del cambio en precios relativos que la depreciación de la moneda nacional ha inducido, lo que se ha reflejado, principalmente, en incrementos en los precios de las mercancías durables, sin que se hayan generado hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía.

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

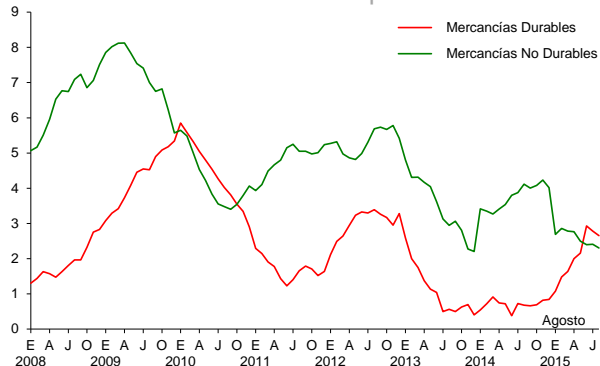


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se ha caracterizado por su estabilidad, comportamiento que se ha reflejado en el nivel de 2.30 por ciento exhibido tanto

en la primera quincena de julio como en agosto (Gráfica 24 y Cuadro 1). El subíndice de precios de los servicios continúa registrando tasas de variación anual cercanas a 2 por ciento. Por su parte, la tasa de variación del subíndice de precios de las mercancías ha sido mayor que la del subíndice de precios de los servicios, debido a que los efectos de la depreciación cambiaria se han concentrado en las mercancías durables. No obstante, la tasa de variación anual del subíndice de las mercancías disminuyó recientemente debido al menor ritmo de crecimiento en los precios de las mercancías alimenticias (Gráfica 25).

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



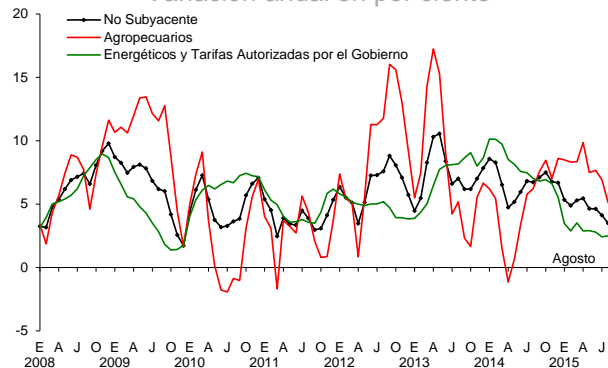
Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación no subyacente anual, ésta continuó exhibiendo una tendencia a la baja generada, principalmente, por reducciones en los precios de algunos productos pecuarios, así como por menores incrementos en los precios de los energéticos en relación al año previo, destacando los de las gasolinas. Así, la tasa de variación anual del componente no subyacente pasó de 4.23 a 3.51 por ciento entre la primera quincena de julio y agosto (Gráfica 26 y Cuadro 1).

Las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2015 se mantienen por debajo de 3 por ciento y continuaron disminuyendo, al pasar de 2.9 a 2.8 por ciento, entre la encuesta de junio y la de agosto. Las correspondientes al cierre de 2016 se mantuvieron

en 3.4 por ciento durante el mismo periodo, mientras que las correspondientes a mayores plazos siguen ubicándose alrededor de 3.5 por ciento. Por su parte, 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) se mantienen estables alrededor de 3.2 por ciento.

Gráfica 26
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Tomando en cuenta el grado de holgura que presenta la economía, así como el desempeño reciente de la inflación, se prevé que tanto la inflación general como la subyacente se mantengan por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015. Para el siguiente año se espera que ambos indicadores se sitúen en niveles cercanos a 3 por ciento. Naturalmente, esta previsión está sujeta a riesgos entre los que destacan, al alza, aumentos en la inflación como resultado de la depreciación adicional de la moneda nacional. A la baja, un dinamismo de la actividad económica menor al esperado, que algunos insumos de uso generalizado sigan exhibiendo reducciones en sus precios y/o que se revierta la depreciación que el peso ha tenido en los meses recientes.

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

Concepto	Diciembre 2014	Julio 1q 2015	Agosto 2015
INPC	4.08	2.76	2.59
Subyacente	3.24	2.30	2.30
Mercancías	3.50	2.48	2.36
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.31	2.27	2.09
Mercancías no Alimenticias	2.04	2.65	2.59
Servicios	3.03	2.16	2.25
Vivienda	2.14	2.08	2.07
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.35	4.48
Otros Servicios	3.60	1.61	1.77
No Subyacente	6.70	4.23	3.51
Agropecuarios	8.61	7.26	5.14
Frutas y Verduras	0.10	8.84	7.88
Pecuarios	14.03	6.45	3.73
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	5.55	2.41	2.51
Energéticos	6.43	2.61	2.58
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.88	2.05	2.39

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 la actividad económica global se ha moderado. También mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial se ha deteriorado respecto de la decisión de política monetaria anterior, permaneciendo sin cambio el correspondiente a la inflación. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que ha continuado presentando un ritmo de crecimiento moderado y considera que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambio. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que perduran las condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. En cuanto a la evolución de la inflación, la mayoría destacó que en los últimos meses experimentó descensos adicionales ya en territorio por debajo de 3 por ciento, a pesar de la depreciación adicional de la moneda nacional. Además, coincidió en que se prevé que tanto la inflación general como la subyacente se mantengan por debajo de 3 por ciento durante el resto del año, y estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambio respecto de la reunión de política monetaria previa.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que se ha observado una moderación en la actividad económica a nivel mundial, a lo que algunos añadieron que recientemente se ha observado un debilitamiento significativo del comercio internacional. Uno de los integrantes mencionó que el consenso de los analistas espera una recuperación gradual de la actividad económica mundial, si bien otro agregó que las previsiones de crecimiento a nivel global para 2015 y 2016 han continuado ajustándose a la baja. Un miembro reflexionó sobre algunas de las condiciones de largo plazo que podrían estar moderando el crecimiento económico mundial y que posiblemente han estado conduciendo a menor inflación y menores tasas de interés a nivel global. De acuerdo con este participante, al parecer algunas de las causas más importantes detrás de dicho fenómeno serían: una desaceleración de la productividad -principalmente en las economías avanzadas- y el sobreendeudamiento y

envejecimiento de la población en algunas de estas economías. En más alta frecuencia, falta de demanda agregada mundial, choques a los términos de intercambio -si bien no parecería ser claro su efecto neto- y cambios en la regulación financiera. En cuanto al balance de riesgos para la actividad mundial, la mayoría consideró que se deterioró respecto a la última decisión de política monetaria, mientras que el correspondiente a la inflación se mantuvo sin cambio. En este contexto, uno de los miembros agregó que se anticipan políticas monetarias relativamente laxas.

La mayoría de los miembros destacó que la actividad económica en Estados Unidos ha mostrado una recuperación moderada, si bien el sector industrial se ha visto afectado por la apreciación del dólar y una menor demanda externa. Algunos destacaron que el dinamismo de la inversión y del consumo siguió impulsando el crecimiento y que se prevé que continúe este desempeño durante el resto de 2015 y 2016. Por su parte, la mayoría recalcó que el mercado laboral ha mantenido una evolución favorable, sin que hasta ahora se hayan presentado presiones salariales. En lo correspondiente a la inflación la mayoría señaló que ha caído de manera importante a raíz de las disminuciones recientes en los precios de los energéticos y de bienes importados, aunque se anticipa que se irá incrementando gradualmente para llegar a niveles cercanos al objetivo de 2 por ciento.

En este entorno, todos de los miembros hicieron referencia a que en su más reciente anuncio de política monetaria, la Reserva Federal dejó inalterado su objetivo para la tasa de fondos federales y enfatizaron que el ritmo de normalización de su postura de política monetaria será gradual, que dependerá de la evolución observada y esperada de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación, así como de los acontecimientos en la economía mundial. Respecto a este último punto, la mayoría recalcó que destaca el grado de reconocimiento del entorno externo en el comunicado de política monetaria de la Reserva Federal, a lo que uno de ellos agregó que esto podría estar señalando condiciones menos alentadoras respecto al crecimiento económico e inflación mundiales, incluso con cierto sesgo a la deflación. Algunos miembros apuntaron que es altamente probable que surjan nuevos episodios de volatilidad asociados a las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal. Otros añadieron que el hecho de incorporar nuevos elementos de preocupación, en particular de índole externa, llevó a la Reserva Federal a posponer una vez más el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Ello aumentó no sólo

la incertidumbre respecto a la fecha de inicio de la normalización, sino también respecto al ritmo de incrementos subsecuentes. Uno de ellos enfatizó que es probable que gran parte de la incertidumbre generada por la Reserva Federal esté asociada a la ausencia de una guía clara de sus acciones de política monetaria para un horizonte de mediano plazo. Incluso señaló que la complejidad para prever futuras decisiones parece haber aumentado, ya que las circunstancias globales aludidas difícilmente mejorarán en el corto plazo. Adicionalmente, apuntó que nuevos riesgos podrían aparecer como factores a considerar en reuniones subsecuentes. Agregó que la posposición podría hacer que los efectos futuros sobre los mercados emergentes sean más severos si, por ejemplo, ese banco central llegara a verse forzado a ajustar su política monetaria de manera más significativa ante brotes inesperados de inflación.

En adición a lo anterior, un integrante comentó que existe otra fuente de incertidumbre asociada al hecho de que durante las últimas décadas, se ha observado una tendencia a la baja en las tasas de interés de equilibrio en la economía global y es difícil saber hacia dónde van a converger. Profundizando en esta fuente de incertidumbre, comentó que para explicar la tendencia a la baja de las tasas de interés habría que considerar que estas incorporan información en dos dimensiones: por un lado, en términos macroeconómicos, son un precio que asigna intertemporalmente recursos y, por otro, desde una perspectiva financiera, son el precio de un activo. Así, entre los factores macroeconómicos que apuntarían a menores tasas de interés se encuentran las menores tasas de crecimiento de la población y de la innovación. Por otra parte, ahondó que desde una visión financiera es más difícil explicar hacia donde tenderían a moverse las tasas de interés en el largo plazo, ya que estas tienen implícitas primas de riesgo que difieren en el tiempo y entre países. En este contexto, destacó que si bien el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos está enfocado en una descompresión de las primas de riesgo y que las tasas de interés van a presentar presiones al alza, es difícil prever la magnitud de dichas presiones, ya que la tendencia a la baja de las tasas de interés parecería continuar a nivel mundial.

La mayoría de los miembros reconoció que la actividad económica en la zona del euro continúa recuperándose. Uno de ellos destacó que se espera que se fortalezca en los próximos trimestres pero de manera muy gradual y a un ritmo menor al anticipado.

Por su parte, la mayoría apuntó que aunque se espera que la inflación se mantenga muy baja en los próximos meses, se estima que a finales del año comience a incrementarse. En este contexto, algunos mencionaron que no se descartan esfuerzos adicionales de relajamiento cuantitativo por parte del Banco Central Europeo.

En cuanto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros señaló que su recuperación económica continúa lenta y que sus perspectivas se mantienen sin cambio, si bien algunos miembros recalcaron que las correcciones de los pronósticos de crecimiento para los próximos años en dichas economías han sido más favorables que para la mayoría de las emergentes. Algunos participantes destacaron el caso del Reino Unido, en donde se espera que el mejor desempeño observado recientemente continúe hacia adelante, y se dé el inicio de un ciclo alcista de su tasa de interés el próximo año. Por su parte, uno de los miembros enfatizó el menor dinamismo observado en la actividad económica e inflación de Japón, en parte consecuencia de la desaceleración en China. La mayoría de los miembros mencionó que la inflación en las economías avanzadas continúa presionada a la baja, lo cual de acuerdo con uno de estos miembros, se está intentando revertir con políticas monetarias muy agresivas.

La mayoría de los integrantes consideró que en el entorno de debilidad económica global antes mencionado, así como ante condiciones financieras más astringentes, se ha observado una desaceleración en gran parte de las economías emergentes. La mayoría se mostró particularmente preocupada por el menor crecimiento económico en China. Algunos de ellos mencionaron la dificultad de este país para rebalancear su crecimiento hacia el consumo privado, y uno de ellos destacó las medidas cambiarias y monetarias que ha llevado a cabo su gobierno, que de alguna manera está tratando de atender un problema de debilidad financiera muy profunda dada la gran exposición en el sistema financiero no bancario. Uno de ellos puntualizó que los problemas en los mercados bursátiles de China y sus indicadores económicos recientes, han generado el temor de que la desaceleración de esta economía sea más pronunciada de lo previsto. Asimismo, destacó que la depreciación del yuan, si bien moderada, ha despertado dudas respecto al estado de la economía. La mayoría comentó que la debilidad económica en este país ha contribuido de manera importante a la reducción de los precios del petróleo y de otras materias primas, lo que a su vez ha

afectado a gran parte de las economías emergentes, y en mayor medida a aquellas que exportan esta clase de productos. Uno de los miembros notó que dicho debilitamiento en China ha magnificado las dificultades relacionadas con la expectativa de incrementos en la tasa de política monetaria en Estados Unidos, lo cual también ha influido de manera negativa sobre las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. La mayoría de los integrantes también mostró preocupación por el deterioro de la economía brasileña. Uno de ellos mencionó que esta situación es consecuencia de una política macroeconómica muy expansionista en el pasado, de un problema de consistencia en las finanzas públicas, de un crecimiento desbalanceado que depende en gran medida de las exportaciones de mercancías básicas y de un crecimiento del consumo alimentado por un alto endeudamiento de las familias. Por último, uno de los participantes señaló que el consenso de los analistas ha revisado a la baja sus expectativas de crecimiento en 2015 y 2016 para las economías emergentes en general.

En este contexto, la mayoría reconoció que en las últimas semanas los mercados financieros han mostrado un marcado incremento en los niveles de volatilidad de los precios de una gran variedad de activos y que el factor de riesgo más importante continúa siendo la incertidumbre en torno al inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En este sentido, recalcó la preocupación acerca de las perspectivas de crecimiento para la economía de China y sus implicaciones sobre los precios de las materias primas, en particular el precio del petróleo, y el entorno poco propicio que esto ha generado para el buen funcionamiento de los mercados financieros globales. Uno de ellos agregó a dichos factores la evidencia de un menor crecimiento mundial, la reducción en el volumen de comercio internacional y la confirmación del fin del súper ciclo de precios de materias primas. Otro integrante enlistó algunos elementos adicionales que han exacerbado la volatilidad en los mercados financieros globales. En primer lugar señaló los problemas de agencia en algunos mercados emergentes asociados a la posibilidad de un retiro abrupto de los grandes fondos de inversión de estas economías. En segundo lugar destacó que en muchas economías emergentes se han llevado a cabo estrategias de arbitraje entre divisas descubierto, que si bien han perdido atractivo por las depreciaciones en sus divisas, generaron mucha volatilidad. En tercer lugar recalcó que en algunas economías avanzadas, ante la perspectiva de que el

siguiente movimiento de política monetaria será un incremento en las tasas de referencia, se está volviendo más complicado encontrar contrapartes para que los mercados intermedien eficientemente dicho incremento. Finalmente, hizo referencia a cambios recientes en la regulación financiera que han contribuido a condiciones de liquidez más astringentes. Ante estos elementos, concluyó, los mercados emergentes son vulnerables, ya que muchos de ellos se encuentran en la parte baja del ciclo al tiempo que han estado enfrentando una situación de reversión de flujos de capitales. Las condiciones en los mercados financieros, coincidió la mayoría, se reflejaron fundamentalmente en caídas en los precios de los activos financieros a nivel global, en particular de las divisas de economías emergentes, aunque también de algunas economías avanzadas exportadoras de materias primas, y de los índices accionarios. Otro miembro de la Junta recalcó que en este escenario se generó una mayor demanda de activos considerados seguros, y en algunos casos las presiones sobre los tipos de cambio condujeron a la reducción de los niveles de reservas internacionales de varios países emergentes. Uno advirtió que si muchas economías usan reservas internacionales para intervenciones cambiarias existe el riesgo de presentarse condiciones monetarias globales más apretadas. Ello en la medida en que se observe una menor demanda de dinero en moneda local y, en consecuencia, un proceso de reversión parcial de la esterilización por parte de las autoridades monetarias.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en México ha continuado presentando un ritmo de crecimiento moderado. La mayoría apuntó que la información más reciente sugiere que la inversión ha mantenido un dinamismo modesto. Algunos de ellos puntualizaron que, en el caso del sector externo, las exportaciones de manufacturas, después de registrar un debilitamiento durante el primer semestre del año, repuntaron en julio. Un integrante señaló que este mayor dinamismo se observó tanto en las exportaciones automotrices como en las no automotrices, mientras que otro notó que, por un largo período, la totalidad del crecimiento de las exportaciones ha provenido de las destinadas a Estados Unidos. La mayoría destacó que diversos indicadores de consumo han continuado mostrando una recuperación, apoyados en parte por los bajos niveles de inflación y la evolución favorable del mercado laboral. Algunos de ellos apuntaron que la mejoría gradual del financiamiento interno también ha contribuido a impulsar el gasto. No obstante, uno añadió que los indicadores de confianza del

consumidor y de los empresarios continúan sin mejorar. Por el lado de la oferta, un integrante de la Junta afirmó que durante los meses recientes la economía mexicana ha sido impulsada principalmente por el sector servicios, ya que el sector industrial ha estado estancado como resultado principalmente de la menor producción minera, en tanto que el sector manufacturero redujo su crecimiento junto con el de Estados Unidos. En el entorno descrito, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que perduran las condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada ni de los mercados de insumos.

Algunos integrantes señalaron que se espera que durante este y el próximo año la economía mexicana muestre una mejoría gradual junto con la de Estados Unidos. En este sentido, uno de ellos recalcó que la expansión del empleo y los salarios reales ante el descenso de la inflación, combinado con el fortalecimiento de las remesas debería estimular el consumo. Agregó que la depreciación del peso y la anticipada recuperación de la actividad industrial en los Estados Unidos apoyarían el crecimiento de las exportaciones mexicanas. Como riesgos externos a esta recuperación, afirmó que existe la posibilidad de un dinamismo menor al anticipado de la actividad industrial de los Estados Unidos, una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, un deterioro adicional de la situación en China y nuevas reducciones en el precio del petróleo. Como riesgos de naturaleza interna algunos integrantes destacaron la todavía insuficiente fortaleza de los determinantes del consumo, un mayor deterioro de la confianza del consumidor y del productor, así como la posibilidad de un nuevo descenso de la producción del petróleo. Uno de ellos añadió que la debilidad del sector de la construcción también puede poner en riesgo la recuperación esperada. Derivado de lo anterior, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambio respecto de la decisión de política monetaria previa, si bien uno de ellos puntualizó que el balance es negativo.

Todos los integrantes señalaron que la inflación ha presentado una evolución favorable, pues continúa ubicándose por debajo del objetivo permanente de 3 por ciento, ha mantenido una tendencia a la baja en los últimos meses y ha registrado nuevos mínimos históricos. Un miembro agregó que dicha evolución ha sido mejor a la anticipada. La mayoría apuntó que este desempeño ha sido reflejo de la trayectoria a la

baja del componente no subyacente y de la estabilidad de la inflación subyacente en niveles reducidos. Indicó que la reducción en los precios de insumos de uso generalizado, como los energéticos, materias primas y los servicios de telecomunicaciones, han contribuido al desempeño favorable de la inflación. A pesar de lo anterior, un integrante puntualizó que diversos choques positivos que pudieran no repetirse en el futuro han contribuido de manera crucial al buen desempeño de la inflación. La mayoría de los miembros coincidió en que, hasta ahora, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios se ha visto reflejado, principalmente, en un aumento en los precios de los bienes durables, sin que ello haya dado lugar a efectos de segundo orden. Un miembro consideró que si bien es de esperarse que este desempeño continúe observándose en el futuro, se debe seguir monitoreando muy de cerca el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios.

La mayoría de los miembros coincidió en que las expectativas para la inflación general y subyacente al cierre de 2015 han continuado disminuyendo, ubicándose su media por debajo de 3 por ciento, mientras que las correspondientes al cierre de 2016 permanecen alrededor de 3.4 por ciento. Agregó también que las expectativas para horizontes de mayor plazo permanecen bien ancladas. Ante esto, un integrante afirmó que la política monetaria ha sido efectiva en anclar las expectativas de inflación y un miembro destacó que dicho anclaje se ha observado a pesar de la depreciación que ha registrado la moneda nacional. Por su parte, algunos miembros resaltaron que las expectativas de inflación provenientes de encuestas se ubican por encima de la meta para los horizontes de mediano y largo plazo y uno de ellos enfatizó que las correspondientes a 2016 han dejado de disminuir. Otro de estos miembros señaló que las expectativas de inflación medidas a través de instrumentos de mercado enfrentan retos de estimación, destacando en particular las dificultades para calcular las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, y comentó que independientemente de cuál sea la medición de las expectativas a la que se le dé mayor relevancia, el objetivo es que todas converjan a 3 por ciento. Indicó que en la medida en que año con año se presenten choques de oferta que desvíen aunque sea temporalmente la inflación de su objetivo, se corre el riesgo de que algunas de estas mediciones de las expectativas de inflación continúen sin converger al referido objetivo. Otro integrante agregó que las expectativas de inflación de largo plazo derivadas de instrumentos de mercado se encuentran muy

cercanas a 3 por ciento. Enfatizó que existen importantes diferencias entre esta medición de las expectativas de inflación y las recabadas a través de encuestas. Específicamente, explicó que, como resultado de diferencias en los incentivos de los agentes de las que se extraen, las expectativas de inflación recabadas en encuestas presentan una mayor persistencia, en particular las correspondientes a los plazos más largos, mientras que las que se derivan de instrumentos de mercado tienden a ajustarse más rápidamente, por lo que dicho miembro considera que en general estas últimas son un mejor indicador.

La mayoría de los integrantes mencionó que, teniendo en consideración las condiciones de holgura previstas para la economía en los siguientes trimestres, se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán por debajo de 3 por ciento durante el resto del año. Para 2016, se estima que ambas medidas de inflación observen niveles cercanos a 3 por ciento.

Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambio respecto de la reunión anterior de política monetaria, si bien algunos miembros indicaron que el balance continúa siendo al alza. Por su parte, uno de ellos enfatizó que dicho balance se deterioró respecto a la reunión anterior. Entre los riesgos al alza, la mayoría mencionó que la depreciación del peso podría tener un impacto mayor sobre los precios y contaminar las expectativas de inflación. Un integrante agregó que este riesgo es particularmente importante en virtud de la esperada reactivación de la actividad económica y del entorno de nerviosismo que prevalece en los mercados financieros internacionales, lo que podría generar presiones adicionales sobre la cotización del peso. No obstante, otro miembro resaltó que durante las últimas semanas también ha tenido lugar una revaluación significativa de la moneda nacional, ayudando a moderar sus expectativas de depreciación. La mayoría destacó el posible impacto que pudiera tener la reciente alza de los precios de la electricidad al productor sobre la inflación, si bien un integrante apuntó que, al ser la electricidad un bien cuyo precio es determinado por el gobierno, un choque de esta naturaleza podría estar reflejando más que un cambio en precios relativos, algún aspecto asociado al manejo de las finanzas públicas. Un miembro agregó que la incertidumbre sobre el impacto de la nueva política de determinación de los precios de la gasolina a partir de 2016 y el riesgo siempre latente de aumentos súbitos de las cotizaciones de los

productos agropecuarios son otros factores a considerar. Añadió que, en el mediano plazo, podrían observarse ajustes adicionales en algunos precios y tarifas públicas, en particular ante la expectativa de que el esfuerzo de consolidación fiscal que se anticipa en los próximos años tenga lugar en un entorno complicado. Puntualizó que, si bien este tipo de choques deberían tener un efecto transitorio en la inflación, no deben subestimarse, entre otros motivos, en virtud de la señalada persistencia de expectativas de inflación de mediano y largo plazo basadas en encuestas por encima de la meta. Sobre la posibilidad de que se presenten choques de oferta, otros miembros manifestaron que estos suelen tener un efecto aritmético sobre la inflación que no debería interpretarse como un deterioro de las condiciones inflacionarias de la economía, dado que no hay razones para pensar que el Banco de México acomodaría efectos de segundo orden derivados de estos choques en caso de que los hubiera. Como factores adicionales a considerar, un miembro añadió el hecho de que los choques positivos sobre la inflación que se registraron este año podrían revertirse, produciendo presiones directas e indirectas sobre los precios y que, dada la incertidumbre en la estimación del producto potencial, no pueden descartarse eventuales presiones provenientes de la demanda agregada. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los integrantes resaltó la posibilidad de que la actividad económica en el país tenga un dinamismo menor al previsto, que la cotización de la moneda nacional revierta parte de su depreciación acumulada en los últimos meses y que continúen registrándose disminuciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado. Sobre este último punto, algunos miembros coincidieron en que de acuerdo a lo presentado en el Paquete Económico para 2016, hay avances en la transición de un esquema de variaciones discrecionales en los precios de la gasolina hacia uno más enfocado al mercado, lo que, de acuerdo a lo señalado por uno de ellos, será muy favorable para eliminar un factor de persistencia que en el pasado dificultó la consecución y consolidación del objetivo de inflación de 3 por ciento. Por su parte, un miembro agregó que hacia adelante es de esperarse que, ante los cambios en la fijación de las tarifas de interconexión que entrarán en vigor el próximo año, los precios de las telecomunicaciones registren disminuciones adicionales.

Respecto al comportamiento de los mercados financieros en México, la mayoría de los miembros coincidió en que ante la mayor volatilidad financiera internacional, la cotización del peso frente al dólar de

los Estados Unidos absorbió la mayor parte del ajuste al registrar una depreciación adicional, si bien en las últimas semanas esta se ha revertido parcialmente. Uno de ellos resaltó que a pesar de que el tipo de cambio nominal se depreció a niveles históricamente altos, México figura entre las economías emergentes menos afectadas. Algunos mencionaron que la depreciación del peso es parte de un ajuste necesario del tipo de cambio real ante los choques que la economía nacional ha experimentado. Otros comentaron que los mecanismos de provisión de liquidez al mercado cambiario han contribuido a un ajuste ordenado de dicho mercado. Por otra parte, la mayoría señaló que el incremento en las tasas de interés de mayor plazo ha sido moderado y no se ha observado una reducción de posiciones en bonos del Gobierno Federal por parte de inversionistas institucionales. Hacia adelante advirtió que es posible que la volatilidad en los mercados internacionales continúe, por lo que un miembro subrayó que no pueden descartarse ajustes significativos de portafolio en el futuro.

La mayoría de los miembros coincidió en que es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en nuestro país. Para ello será necesario concretar los esfuerzos recientemente planteados en términos de finanzas públicas, ajustar la política monetaria en caso de ser necesario e implementar adecuada y oportunamente las reformas estructurales. Sostuvo que ello contribuirá a mantener la confianza en la economía de México distinguiéndola de otras economías emergentes, de tal forma que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos. Lo anterior será de gran importancia ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes. Uno de ellos explicó que es necesario buscar diferenciarse de otras economías emergentes, ya que en términos del comportamiento de los mercados, se tiende a agrupar a todas las economías emergentes en una misma clase de activo. Asimismo, comentó que a partir de 2008 la importancia relativa de factores idiosincráticos como determinantes del precio del riesgo ha aumentado, sobre todo en la baja frecuencia, implicando que hay espacio para la diferenciación de las economías dentro de lo que el mercado considera como una sola clase de activo.

Profundizando en la importancia del fortalecimiento de la postura fiscal, la mayoría señaló que es necesario estabilizar la razón del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público a PIB en niveles que sean sostenibles en el largo plazo.

Uno de ellos resaltó el hecho de que el Paquete Económico sometido a consideración del Congreso tenga una perspectiva multianual, pero advirtió que en un escenario de varios años existe un mayor riesgo de que algunos supuestos no se materialicen, en cuyo caso sería indispensable ajustar oportunamente la política fiscal. En este contexto, un miembro expresó que ante el entorno que enfrenta la economía nacional la respuesta eficiente es ajustar la política fiscal y no la política monetaria. Ello debido a que libera presiones sobre las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos, incluida la parte larga de la misma. En particular, pone menor presión sobre diversas primas de riesgo, como la de riesgo por plazo. Lo anterior, explicó, cobra importancia en la coyuntura actual en que los inversionistas han reducido la duración de sus portafolios. Asimismo, agregó, en lo que otro miembro coincidió, que el ajuste en la política fiscal también acomoda con menores costos la depreciación del tipo de cambio real, liberando presiones de manera focalizada sobre la inflación de bienes no comerciables y permitiendo que el tipo de cambio nominal funcione como amortiguador de choques. Añadió que modificar la política monetaria puede dar lugar a un ajuste más costoso del tipo de cambio real ya que esta incide sobre los precios tanto de los bienes comerciables como de los no comerciables. Adicionalmente, mencionó que la prima de riesgo inflacionario, que es la que podría verse afectada por dicha política, se encuentra en niveles mínimos históricos. En este sentido sostuvo también que un ajuste del gasto público tiene mayores posibilidades de ser más coordinado y focalizado que un ajuste del gasto privado. Sin embargo, alertó que en materia de política fiscal hay un problema de incentivos que puede plantearse en términos del paradigma conocido como principal-agente. En este sentido, argumentó que en lo referente a las cuentas fiscales hay información asimétrica e incompleta y que un ajuste intertemporal de las finanzas públicas puede ser inconsistente. Por consiguiente, subrayó que se requiere de un mecanismo efectivo de monitoreo y comentó que, tal como lo ha enfatizado la Secretaría de Hacienda, la evolución del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público podría ser dicho mecanismo.

En lo referente a la conducción de la política monetaria, la mayoría de los miembros coincidió en que esta enfrenta una coyuntura compleja. Por una parte, la inflación se encuentra en mínimos históricos, las expectativas de inflación permanecen estables, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los

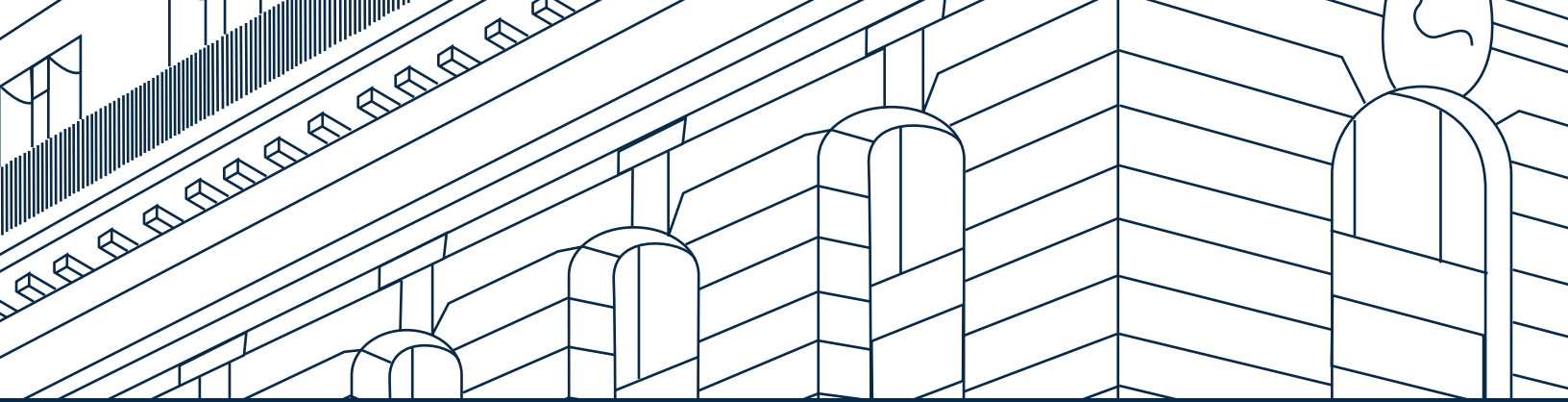
precios ha sido bajo, y prevalece holgura en la economía. Por otra parte, el difícil entorno externo podría incidir en el tipo de cambio y en las expectativas de inflación. Otro integrante sostuvo que en el entorno actual y ante el anuncio del reforzamiento de la política fiscal, en este momento no se justifica un cambio en la política monetaria. No obstante, mencionó que la política monetaria debe responder de forma expedita ante ajustes desordenados en el tipo de cambio o en las tasas de interés que den lugar a riesgos para la inflación o la estabilidad financiera, lo que puede implicar incrementar la tasa de política en México antes que en Estados Unidos, incluso bajo expectativas de inflación estables. Uno comentó que ante el nuevo escenario sugerido por la Reserva Federal si bien la urgencia por adoptar una postura monetaria preventiva en México ha disminuido, su conveniencia no ha desaparecido y agregó que la política monetaria debe seguir atenta a posibles fuentes de inestabilidad financiera considerando, entre otros factores, la postura relativa frente a Estados Unidos. Asimismo, advirtió que indicadores concretos muestran que las condiciones monetarias de México han continuado relajándose mientras que las de Estados Unidos se han apretado, lo que revela riesgos sobre la inflación en México contrarios a los de Estados Unidos. Otro comentó que si bien las condiciones monetarias en México se han venido relajando, debido al comportamiento del tipo de cambio, las de Estados Unidos en su opinión se mantienen extraordinariamente acomodaticias. Respecto a las condiciones financieras argumentó que dado el comportamiento de las respectivas curvas de rendimientos, estas se han apretado más en México que en Estados Unidos. Finalmente, mencionó que hay aspectos técnicos y de medición que dificultan la comparación de condiciones monetarias y financieras entre países, más aún en el

contexto del relajamiento cuantitativo implementado en Estados Unidos.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en cuenta lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria vigente es conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

En suma, las condiciones cíclicas de la economía continúan mostrando debilidad, la inflación general se ha ubicado por debajo del objetivo y se espera que continúe así durante 2015, la inflación subyacente en sus dos componentes, de mercancías y de servicios, ha permanecido por debajo de 3 por ciento y las expectativas de inflación están bien ancladas, a pesar de la depreciación de la moneda nacional. Sin embargo, las posibles acciones de política monetaria por parte de la Reserva Federal podrían tener repercusiones sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, por ello, sobre la dinámica de los precios en México. Por tanto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor, a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 5 de octubre de 2015

