

BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 40

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

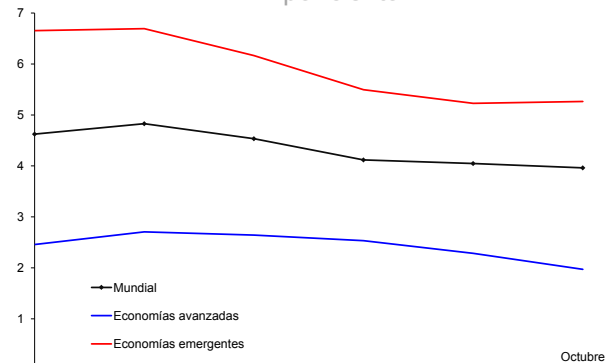
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

El crecimiento de la economía mundial se mantiene débil, aunque con diferencias entre las principales economías, destacando el continuo debilitamiento en las economías emergentes y la lenta expansión de la zona del euro y Japón. Asimismo, la revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento de largo plazo revela una mayor preocupación sobre el grado de solidez de la recuperación global hacia adelante (Gráfica 1). Luego de mostrar una menor volatilidad, en parte ante la disminución de los temores sobre una fuerte desaceleración en China, los mercados

financieros internacionales se vieron afectados por el inminente inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la renovada disminución en los precios del petróleo.

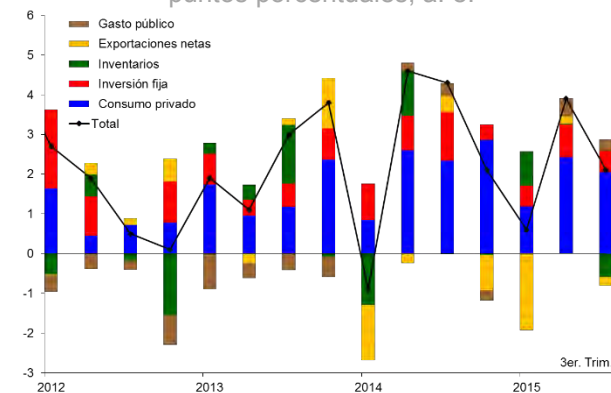
**Gráfica 1**  
**Pronósticos de Crecimiento de Mediano Plazo de la Economía Mundial<sup>1/</sup>**  
En por ciento



1/ Se refiere al crecimiento promedio durante los últimos dos años del pronóstico de otoño del World Economic Outlook (WEO). Fuente: FMI.

En Estados Unidos, la demanda interna privada continúa apoyando la recuperación de la economía (Gráfica 2). En particular, durante el cuarto trimestre, el ritmo de expansión del consumo privado siguió siendo sólido y fue impulsado por el crecimiento del ingreso personal disponible y de la riqueza neta de los hogares. Por su parte, los nuevos pedidos de bienes de capital repuntaron recientemente, a pesar del impacto negativo de la actividad de exploración y extracción de petróleo y gas, sugiriendo una recuperación de la inversión en equipo.

**Gráfica 2**  
**EUA: PIB Real y Componentes**  
Variación trimestral anualizada y contribución en puntos porcentuales, a. e.

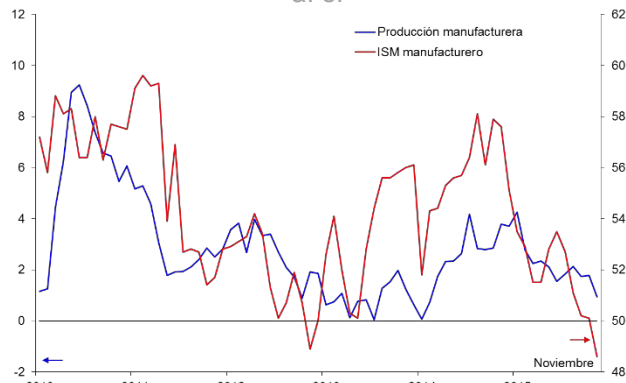


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA.

En contraste, la actividad industrial en Estados Unidos se mantiene débil, ante la fuerte caída en el sector de energía, la apreciación del dólar y el frágil crecimiento de la demanda externa. Además, las encuestas de negocios manufactureros apuntan a que esta tendencia posiblemente continúe en los próximos meses (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
**EUA: Producción Manufacturera e Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero**  
 Variación anual en por ciento e índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: Reserva Federal y Haver Analytics.

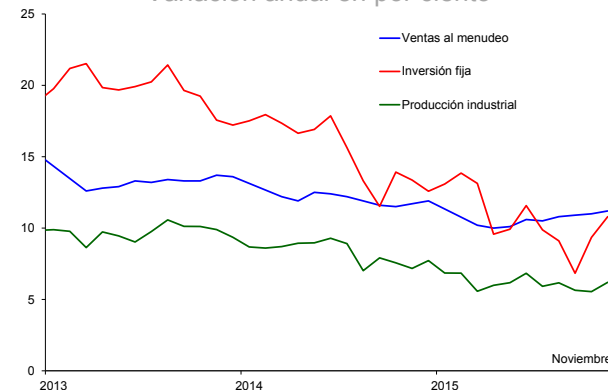
A pesar de la debilidad en la producción industrial, el dinamismo de la demanda interna privada ha apoyado la mejoría en el mercado laboral. En particular, destaca el crecimiento del empleo en el sector servicios. En noviembre la tasa de desempleo se situó en 5 por ciento, cifra muy cercana a la mediana de los pronósticos de largo plazo del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés). En este contexto, algunos indicadores salariales como las remuneraciones promedio por hora para todos los empleados y las compensaciones por hora en el sector privado han mostrado señales de un crecimiento mayor.

En la zona del euro, el ritmo de recuperación económica se moderó durante el tercer trimestre debido, en buena medida, a una menor demanda externa. El crecimiento en la demanda interna siguió siendo robusto, impulsado principalmente por una mayor expansión del consumo y en menor medida por el gasto de gobierno, en tanto que la inversión privada se estancó por segundo trimestre consecutivo.

La actividad en las economías emergentes se mantuvo débil, en parte por la constante disminución en los precios internacionales de los productos

primarios. Sin embargo, los temores sobre un fuerte ajuste a la baja en el crecimiento previsto de China y sus posibles efectos sobre otras economías emergentes se han reducido. Esto debido a un mayor dinamismo del consumo, y al estímulo fiscal y monetario implementado por las autoridades que se ha visto reflejado en un mayor crecimiento del crédito y la inversión (Gráfica 4). Sin embargo, persisten dudas sobre las perspectivas económicas y financieras de China, por lo que no se descartan nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros y de mayores caídas en los precios de las materias primas internacionales resultantes de los acontecimientos en ese país. Adicionalmente, ante la acumulación de desbalances macroeconómicos y el incremento en las tasas de interés de Estados Unidos, algunas economías podrían mostrar un ajuste significativo a la baja en su actividad y desordenado en sus mercados financieros.

**Gráfica 4**  
**China: Indicadores de Actividad Económica**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

En cuanto a los precios internacionales de las materias primas, estos reanudaron su tendencia a la baja a partir de octubre, siendo el ajuste particularmente pronunciado en los energéticos. Así, los precios del petróleo registraron una fuerte caída debido a que continuó la acumulación de inventarios de crudo y a las preocupaciones sobre la decisión de la OPEP de mantener elevada su producción, considerando el regreso de algunos productores al mercado mundial, como Irán. Por su parte, los precios de los metales mostraron un comportamiento a la baja ante perspectivas de un debilitamiento en la demanda de las economías emergentes. Finalmente, los precios de los granos se mantuvieron en niveles bajos, debido a las expectativas de condiciones favorables de oferta y a los elevados inventarios.

La inflación mundial se mantuvo baja, aunque con diferencias entre economías. En el caso de las principales economías avanzadas la inflación permaneció persistentemente por debajo de las metas de los respectivos países. En Estados Unidos, el deflactor del consumo mantuvo una variación cercana a cero en octubre (0.2 por ciento) debido al impacto de los bajos precios de la energía, mientras que el crecimiento del componente subyacente se ha estabilizado en 1.3 por ciento, en parte por el efecto de la apreciación del dólar sobre los precios de las importaciones. En la zona del euro, la inflación también permaneció en un nivel cercano a cero en noviembre. Incluso, el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus pronósticos de inflación para los próximos años.

Por otro lado, las economías emergentes han mostrado un comportamiento de la inflación diferenciado. Mientras que la mayoría de los países ha registrado inflaciones bajas en un entorno de demanda interna débil, en otros países (como Brasil, Colombia, Perú, Indonesia, Rusia y Turquía) se han presentado inflaciones por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales, reflejando en parte la fuerte depreciación de sus monedas frente al dólar.

La Reserva Federal en su reciente reunión de diciembre decidió modificar por primera vez en 7 años el rango objetivo de la tasa de fondos federales de un intervalo de 0 a 0.25 por ciento a uno de 0.25 a 0.5 por ciento. Esta decisión fue unánime y en línea con la expectativa del mercado. De acuerdo con esta Institución, las condiciones del mercado laboral han mejorado considerablemente este año y está razonablemente confiada de que la inflación aumentará en el mediano plazo hacia su meta del 2 por ciento. La decisión sobre cuándo y en qué magnitud tendrán lugar los ajustes futuros al rango de la tasa objetivo, dependerá de la evaluación del Comité Federal de Mercado Abierto sobre las condiciones económicas observadas y esperadas, en relación con sus objetivos de pleno empleo e inflación. En particular, dicho Comité advirtió que en virtud del bajo nivel de inflación, se vigilará cuidadosamente el progreso observado y esperado

hacia su meta y que espera que los aumentos en la tasa de fondos federales sean graduales. La mediana de los pronósticos de los participantes del Comité sobre la tasa de fondos federales sigue sugiriendo un incremento acumulado de 100 puntos base al cierre de 2016, con una revisión ligeramente a la baja en el nivel de la tasa para finales de 2017 y 2018 con respecto a las previsiones de septiembre, en tanto que la estimación de la tasa de largo plazo permaneció en 3.5 por ciento. Finalmente, por primera ocasión la Reserva Federal mencionó que anticipa que mantendrá el tamaño de su balance hasta que la normalización de la tasa de fondos federales esté avanzada.

Por el contrario, en su última reunión también de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) amplió el grado de relajamiento de su política monetaria ante una dinámica de inflación más débil de la prevista, y las perspectivas limitadas para el crecimiento económico. Dicha ampliación incluye la reducción en su tasa de depósitos de -0.20 a -0.30 por ciento, la extensión del programa de compras de activos de septiembre de 2016 a marzo de 2017, la reinversión de los pagos del principal de los valores adquiridos a través de dicho programa, la inclusión de instrumentos de deuda denominados en euros y emitidos por gobiernos regionales y locales en la canasta de instrumentos elegibles, así como seguir ejecutando las operaciones de refinanciamiento a través de subastas con un tipo de interés fijo y adjudicación plena mientras que sea necesario y por lo menos hasta 2017. Estas acciones buscan asegurar condiciones monetarias más acomodaticias y que la inflación regrese a su meta, así como fortalecer a la economía ante posibles choques externos.

Por su parte, en China se espera que el banco central continúe proveyendo estímulo monetario, mientras que otras economías emergentes se han visto en la necesidad de restringir su política monetaria ante la fuerte depreciación de sus monedas frente al dólar a pesar de la fragilidad en sus economías. De esta forma, se ha acentuado la divergencia en las posturas monetarias entre las principales economías.

## 2.2. Evolución financiera reciente

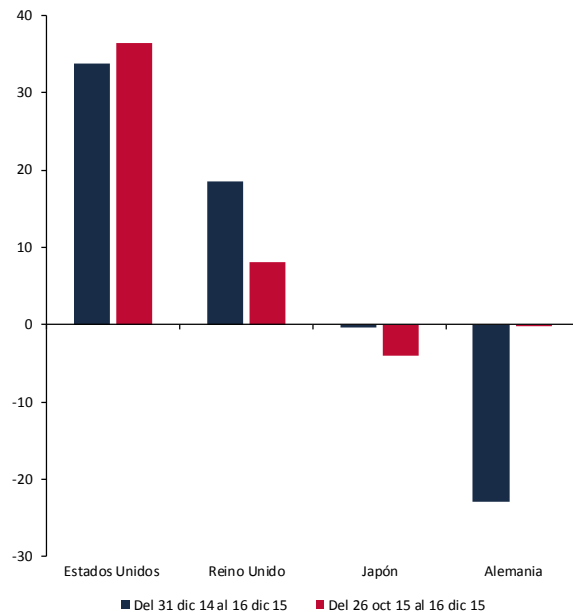
### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La divergencia en las posturas de política monetaria de los bancos centrales de países desarrollados, particularmente de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, tuvo una incidencia importante en la evolución de los mercados financieros internacionales.

En los mercados de renta fija destacó que, desde la última reunión de política monetaria de Banco de México, las tasas de interés de notas del Tesoro de Estados Unidos fueron las que registraron los incrementos más pronunciados de entre los países desarrollados. (Gráfica 5). En particular, la expectativa y posterior materialización del incremento de 25 puntos base en el rango de la tasa de fondos federales de Estados Unidos se tradujo en un importante aumento de las tasas de interés de los instrumentos del Tesoro de menor vencimiento, las cuales alcanzaron niveles no vistos en más de 5 años (Gráfica 6).

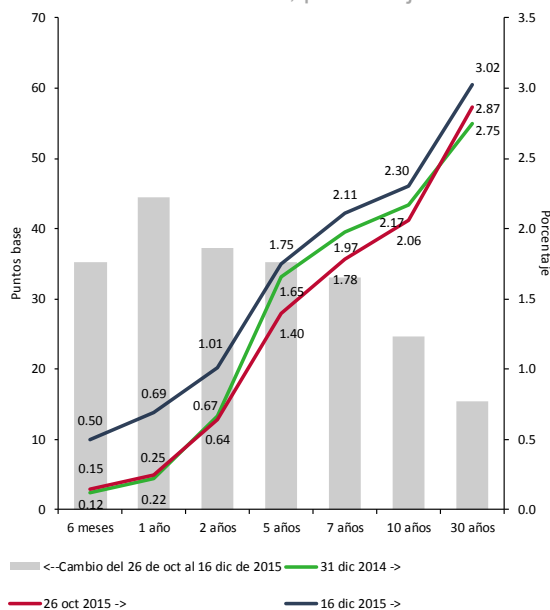
Por el contrario, tasas de interés de los principales países de la zona del euro permanecieron en niveles históricamente bajos, cotizando en muchos casos en terreno negativo ante la expectativa de que el Banco Central Europeo mantenga una política monetaria muy expansiva en el futuro previsible.

**Gráfica 5**  
Cambio en tasas de interés 2 años de varios países  
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 6**  
Estados Unidos: curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro  
Puntos base, porcentaje

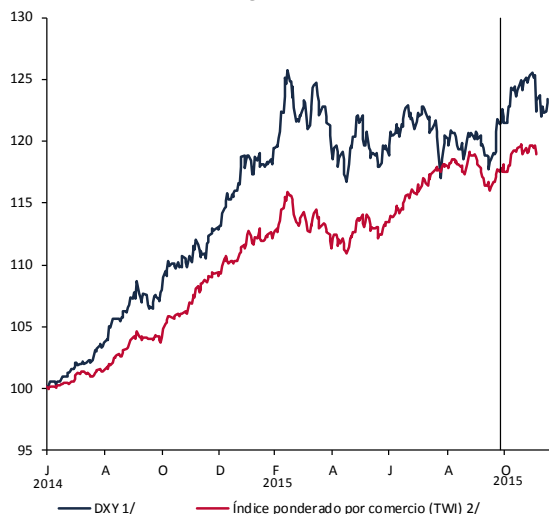


ST30 Govt

Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en los mercados cambiarios el dólar estadounidense retomó su tendencia hacia la apreciación frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 7).

**Gráfica 7**  
**Evolución de índices del dólar: DXY1/ e índice ponderado por comercio2/**  
 Índice 01-jun-2014 = 100



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%. Base=100.

2/Índice "TWI" de la Reserva Federal; principales socios comerciales: China (21.3%), Eurozona (16.4%), Canadá (12.7%), México (11.9%), Japón (6.9%), Corea del Sur (3.9%), Reino Unido (3.4%) y otros (23.5%).

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

En este contexto, uno de los temas que tomará mayor relevancia durante 2016 será la trayectoria de incrementos futuros de la tasa de referencia de la Reserva Federal, la cual se anticipa que sea sumamente gradual y que converja a una tasa de largo plazo menor a la observada durante ciclos pasados de restricción monetaria. Al respecto, las expectativas implícitas en instrumentos de deuda de corto plazo, incluyendo los futuros de fondos federales y los *overnight index swaps*, indican que los participantes del mercado anticipan un incremento de alrededor de 50 puntos base en la tasa objetivo durante 2016. Por otro lado, la mediana de los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal sugiere un aumento de 100 puntos base en la tasa de referencia durante ese año (Gráfica 8).

**Gráfica 8**  
**Curva OIS y proyecciones de la Reserva Federal de la tasa de Fondos Federales**



Fuente: Bloomberg.

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

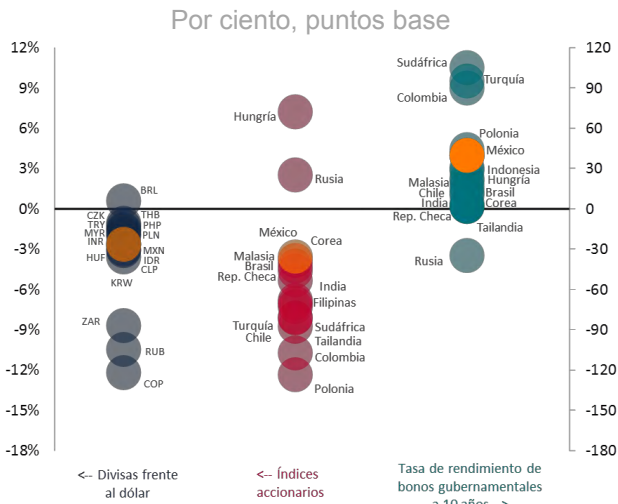
En contraste, los bancos centrales de otros países desarrollados se han mostrado más cautelosos respecto del vigor de la actividad económica y de la trayectoria de la inflación, por lo que es probable que mantengan una postura de lasitud monetaria en los meses por venir. Tal es el caso en Japón, Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido, entre otros.

En 2016, los mercados financieros enfrentarán varios factores de riesgo que podrían comprometer la estabilidad de los mercados. Entre estos destacan un alza más rápida de lo anticipado en Estados Unidos en la tasa de interés de referencia y un potencial comportamiento desordenado de los mercados financieros como resultado de ello. Adicionalmente, preocupa el debilitamiento de la actividad económica de varias economías emergentes, particularmente de China, así como la caída de los precios de materias primas y el efecto negativo que esto podría tener sobre algunas economías.

## 2.2.2. Mercados emergentes

Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros de los principales países emergentes tuvieron un desempeño negativo (Gráfica 9). Los factores que explicaron en mayor medida dicho comportamiento fueron el fortalecimiento de las expectativas respecto al inicio del ciclo de alza de tasas de interés por parte de la Reserva Federal y el importante ajuste a la baja en el precio del petróleo.

**Gráfica 9**  
**Rendimiento de diversos activos financieros de**  
**países emergentes del 26 de octubre al 16 de**  
**diciembre de 2015**

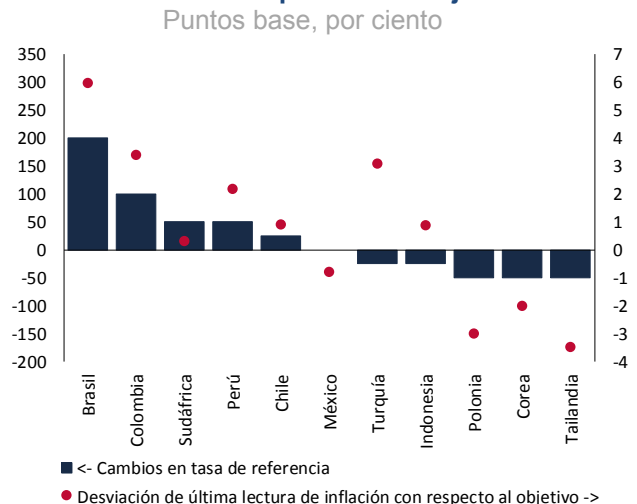


Fuente: Bloomberg.

De esta manera, la mayoría de las divisas continuaron depreciándose frente al dólar estadounidense, alcanzando en varios casos sus niveles máximos históricos. En ese sentido, las divisas con los mayores ajustes fueron aquellas cuyas economías son más sensibles al comportamiento del precio de los energéticos. Por su parte, las tasas de interés de los instrumentos gubernamentales y los índices accionarios de este conjunto de países también observaron un desempeño negativo.

Como ya se mencionó con anterioridad, las cifras publicadas en las últimas semanas parecen confirmar la perspectiva de un crecimiento más moderado que el anticipado anteriormente para los países emergentes durante 2016. No obstante lo anterior, varios bancos centrales han continuado con su ciclo restrictivo de política monetaria, respondiendo a las presiones inflacionarias generadas por las depreciaciones cambiarias, y en algunos casos por mayores precios de los alimentos (Gráfica 10).

**Gráfica 10**  
**Ajustes realizados en la tasa de referencia de**  
**países emergentes durante 2015 y desviación**  
**de inflación respecto a su objetivo**

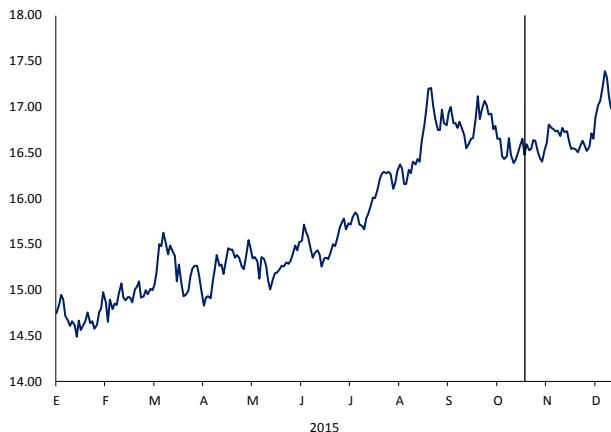


Fuente: Bloomberg.

### 2.2.3. Mercados en México

En México el comportamiento de los activos financieros durante el periodo también fue negativo, reflejando un entorno global de mayor aversión al riesgo. Así, desde la última reunión de política monetaria a la fecha el peso se depreció 2.7%, alcanzando niveles máximos históricos durante el periodo (Gráfica 11). Si bien las condiciones de operación durante gran parte de estas semanas se mantuvieron estables, en los últimos días previos a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal se observó un ligero deterioro en las mismas. Durante este periodo, la Comisión de Cambios modificó los mecanismos utilizados para proveer de liquidez al mercado cambiario mexicano. De esta manera, a partir del 23 de noviembre de 2015 se suspendieron las subastas diarias sin precio mínimo y se extendió el plazo de vigencia para las subastas diarias con precio mínimo, equivalente al tipo de cambio FIX determinado el día hábil inmediato anterior incrementado en 1.0 por ciento, hasta el próximo 29 de enero de 2016. En adición, en aquellos días en que estas subastas sean asignadas en su totalidad, el Banco de México convocará a una o varias subastas suplementarias por un monto total adicional de 200 millones de dólares. Para estas subastas suplementarias, la Comisión de Cambios determinó un precio mínimo equivalente al tipo de cambio FIX determinado el día hábil inmediato anterior incrementado en 1.5 por ciento.

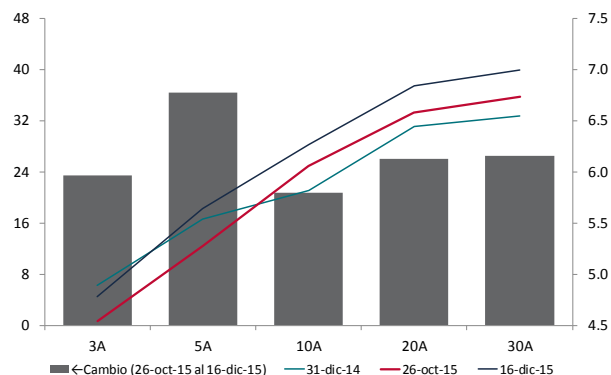
**Gráfica 11**  
**Tipo de cambio peso mexicano-dólar**  
 Pesos por dólar



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

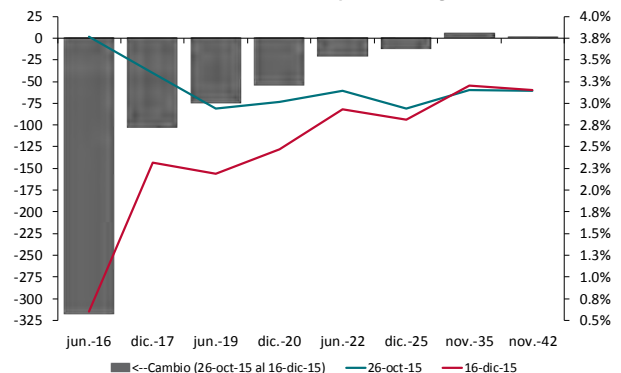
En el mercado de renta fija destacó que las tasas de interés de los valores gubernamentales se incrementaron a lo largo de todos los plazos, lo cual fue producto principalmente de la expectativa de alzas en las tasas de referencia de política monetaria tanto de la Reserva Federal, como del Banco de México. No obstante lo anterior, las condiciones de operación de estos instrumentos se mantuvieron relativamente estables y destacó que las tenencias de valores gubernamentales por parte de inversionistas extranjeros continuaron en niveles cercanos a sus máximos históricos (Gráfica 12). Por otro lado, las recientes lecturas de inflación en niveles mínimos históricos han provocado un ajuste importante en el mercado de tasas reales. Al respecto, las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales mostraron nuevamente disminuciones significativas (Gráfica 13).

**Gráfica 12**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal**  
 Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP

**Gráfica 13**  
**Curva de la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en valores gubernamentales**  
 Puntos base, porcentaje

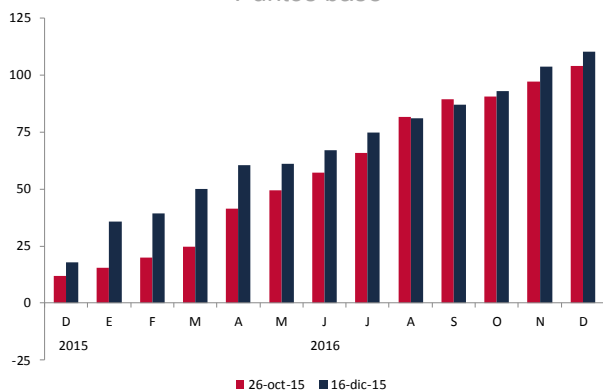


Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

Por su parte, las expectativas sobre el rumbo de la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos continúan anticipando que la tasa de referencia en México se incremente más que la de la Reserva Federal durante el próximo año (Gráfica 14), lo cual contrasta con lo previsto por diversos analistas, quienes prevén un ciclo restrictivo de menor magnitud al de Estados Unidos dado el desempeño del sector real de la economía en México y las buenas perspectivas inflacionarias.



**Gráfica 14**  
**Ajustes en la tasa de referencia de política monetaria implícita en la curva de swaps de TIE a 28 días**  
 Puntos base



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

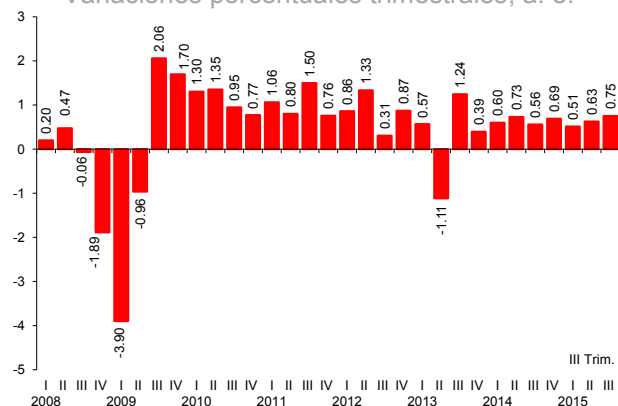
## 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

### 2.3.1. Actividad económica

En el tercer trimestre de 2015, la economía mexicana registró un mayor dinamismo respecto al observado en la primera mitad del año (Gráfica 15). En particular, algunos componentes de la demanda interna continuaron creciendo, en tanto que la demanda externa siguió presentando cierto estancamiento.

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

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

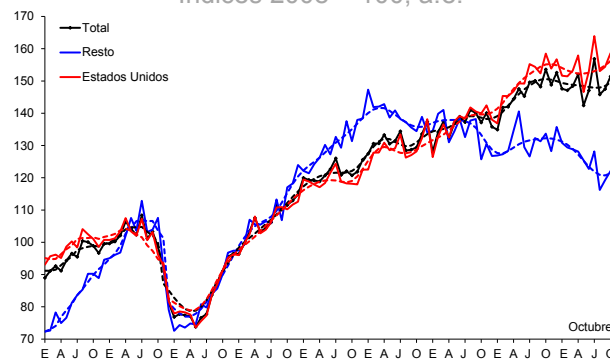


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En efecto, en congruencia con el comportamiento de la actividad industrial en Estados Unidos, las exportaciones manufactureras mantuvieron un bajo dinamismo. Adicionalmente, la debilidad de la economía mundial condujo a que las exportaciones manufactureras a países distintos de Estados Unidos continuaran registrando niveles deprimidos (Gráfica 16). En este contexto, persistió un desfavorable desempeño de las exportaciones petroleras, como reflejo, principalmente, de los bajos precios del petróleo. En lo relacionado con el gasto interno, los indicadores oportunos del consumo privado, tales como las ventas de la ANTAD, los ingresos de empresas comerciales minoristas y la venta de vehículos ligeros, siguieron presentando un elevado ritmo de crecimiento. Por su parte, la inversión continuó exhibiendo una tendencia positiva, principalmente como consecuencia del dinamismo en el gasto de inversión en maquinaria y equipo.

**Gráfica 16**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
 Índices 2008 = 100, a.e.

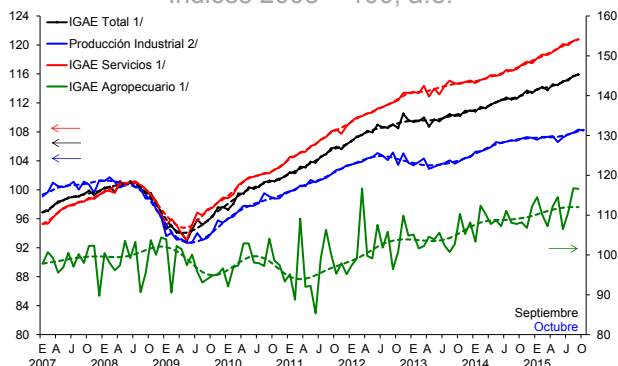


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Por el lado de la producción, el dinamismo de la economía en el tercer trimestre reflejó el hecho de que las actividades terciarias mantuvieron su ritmo de expansión, al tiempo que las actividades industriales mostraron cierta recuperación, luego de un débil comportamiento en el primer semestre de 2015 (Gráfica 17). No obstante, en octubre la producción industrial registró una nueva disminución. A su interior, las manufacturas continuaron exhibiendo un modesto avance, la construcción siguió sin presentar una mejoría sostenida, y persistió una tendencia negativa en la minería. Por el contrario, la electricidad creció de manera importante (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 septiembre de 2015.  
2/ Cifras a octubre de 2015 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.



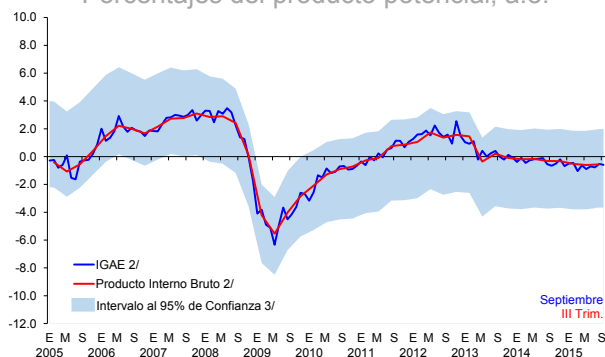
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

A pesar del desempeño favorable de la economía en el tercer trimestre, prevalecieron condiciones de holgura en la economía, si bien éstas parecerían estar disminuyendo gradualmente. Así, no se han presentado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios en los principales mercados de insumos. En específico, la brecha del producto continúa en terreno negativo (Gráfica 19).

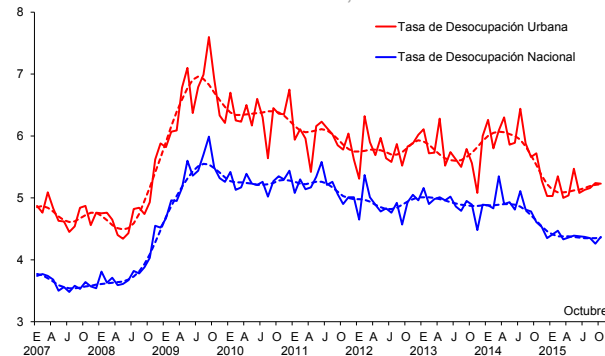
**Gráfica 19**  
Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>  
Porcentajes del producto potencial, a.e.



a.e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2015; cifras del IGAE a septiembre de 2015.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

La tasa de desocupación nacional continuó, en lo que va del segundo semestre de 2015, sin retomar la trayectoria descendente que se observó durante 2014 (Gráfica 20). No obstante, cabe señalar que la tasa de participación ha registrado cierto incremento respecto a los niveles reportados a finales de 2014, además de que el empleo total de la economía, y el número de puestos afiliados al IMSS en particular, mostraron un crecimiento. En este contexto, la evolución de los principales indicadores salariales, junto con el desempeño que ha exhibido la productividad laboral, condujeron a que en el tercer trimestre de 2015 los costos unitarios de la mano de obra presentaran un aumento, si bien permanecen en niveles bajos (Gráfica 21).

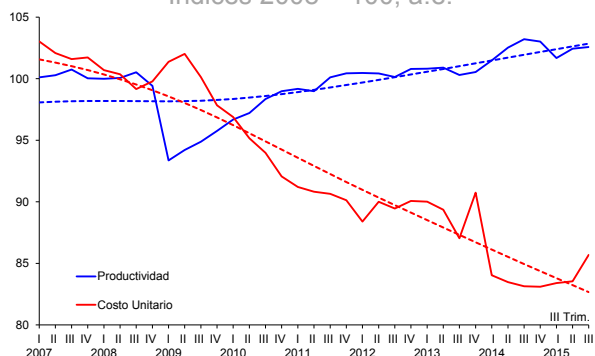
**Gráfica 20**  
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana  
Por ciento, a.e.



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.

**Gráfica 21**  
**Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra<sup>1/</sup>**

Índices 2008 = 100, a.e.



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

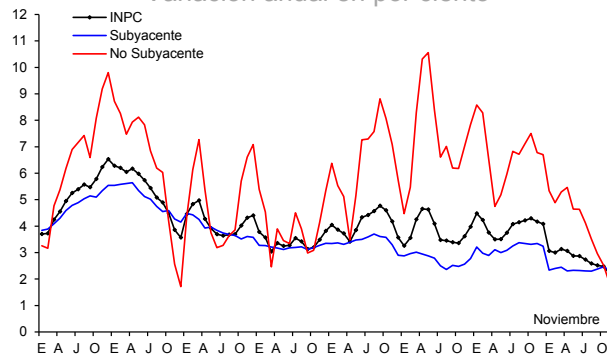
En congruencia con la evolución de la actividad económica, el financiamiento total al sector privado no financiero en el tercer trimestre de 2015 creció a un mayor ritmo que en el trimestre anterior. Ello, como resultado del mayor dinamismo del financiamiento interno tanto a las empresas como a los hogares. En cuanto a los costos del financiamiento, luego de algunos incrementos que se registraron durante la primera parte del año –particularmente en los créditos canalizados a las empresas–, en el trimestre de referencia las tasas de interés en general se mantuvieron sin cambios significativos y se sitúan en niveles cercanos a los mínimos históricos. Todo ello en un entorno en el que los índices de morosidad sugieren cierta mejoría en la calidad de los créditos de la banca, 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

La inflación general anual continuó registrando una tendencia a la baja y nuevos niveles mínimos históricos. Este comportamiento se explica, principalmente, por las disminuciones en los precios de varios insumos de uso generalizado como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicación en un contexto en el que prevalece holgura en la economía. De esta

forma, en la primera quincena de octubre la inflación general anual se ubicó en 2.47 por ciento, disminuyendo a 2.21 por ciento en noviembre (Gráfica 22 y Cuadro 1).

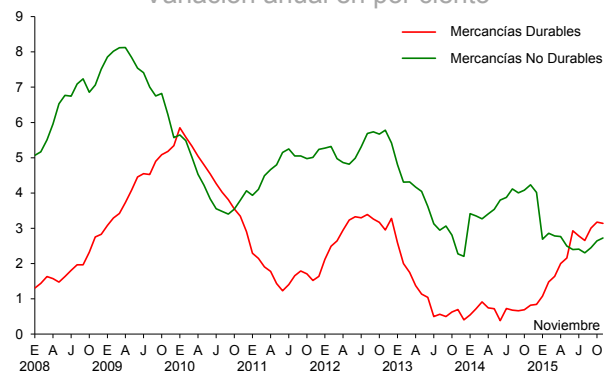
**Gráfica 22**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

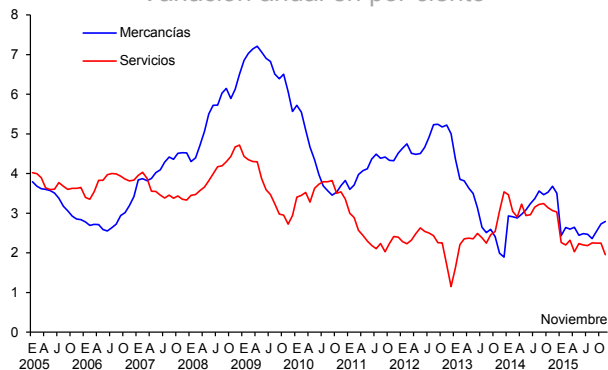
La inflación subyacente anual disminuyó de 2.46 por ciento en la primera quincena de octubre a 2.34 por ciento en noviembre. Así, a pesar del incremento que se ha observado en los precios de las mercancías, principalmente de las durables, como resultado del traspaso a precios de la depreciación del tipo de cambio, este ha sido compensado por la menor tasa de crecimiento anual de los precios de los servicios, destacando en este sentido las reducciones en los precios de los servicios de telecomunicación (Gráfica 23 y Gráfica 24).

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



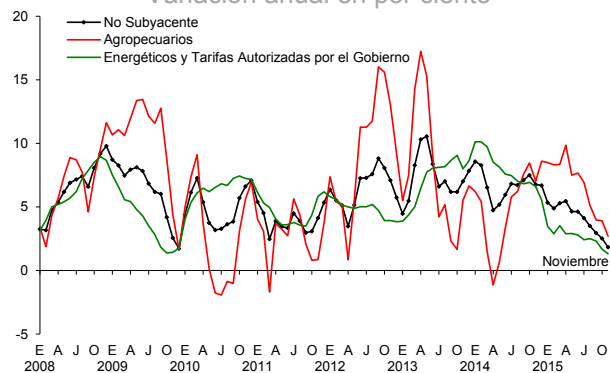
Fuente: Banco de México e INEGI.

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



La variación anual del índice de precios no subyacente continuó exhibiendo una tendencia a la baja, pasando de 2.52 a 1.84 por ciento entre la primera quincena de octubre y noviembre. Al respecto, tanto el subíndice de los productos agropecuarios como el de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno moderaron las tasas de crecimiento de sus precios. En particular destacó el menor ritmo de incremento en los precios de los productos pecuarios, así como de los energéticos (Gráfica 25 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2015 continuaron disminuyendo a niveles significativamente por debajo de 3 por ciento, al pasar de 2.75 a 2.36 por ciento, entre la encuesta de

septiembre y la de noviembre. De igual manera, las expectativas correspondientes al cierre de 2016 y 2017 registraron nuevas disminuciones entre las referidas encuestas para ubicarse ligeramente por arriba de 3 por ciento (de 3.43 a 3.37 por ciento y de 3.42 a 3.32 por ciento, respectivamente). Asimismo, aquellas para horizontes de más largo plazo confirmaron la reducción que habían presentado recientemente al volverse a ubicar en 3.4 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) siguen ancladas prácticamente en 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario continúa en terreno negativo. Así, la compensación por inflación y la prima por riesgo inflacionario se mantienen en niveles cercanos a su mínimo histórico.

Considerando la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada, se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente cierren 2015 en niveles cercanos a 2 por ciento. Para 2016, al desvanecerse los choques de oferta favorables que ocurrieron en 2015 y tomando en cuenta el ajuste en precios relativos derivado de la depreciación cambiaria, se espera que ambos indicadores tengan un incremento gradual alcanzando niveles cercanos a 3 por ciento, mientras que para 2017 se anticipa que se establezcan alrededor de ese nivel. Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan, al alza, que la moneda nacional experimente una mayor depreciación como resultado de un nuevo deterioro en las condiciones de los mercados financieros internacionales, lo cual pudiera afectar la dinámica de formación de precios de los bienes no comerciables. En este mismo sentido, que la actividad económica muestre un dinamismo mayor al anticipado, si bien se descarta que este riesgo se manifieste súbitamente. Como riesgos a la baja se contempla la posibilidad de que los precios de algunos insumos de uso generalizado, como los servicios de telecomunicaciones y los energéticos, tengan reducciones adicionales, así como que se revierta parcialmente la depreciación que el peso acumuló en los meses previos.

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

Concepto	Diciembre 2014	1q Octubre 2015	Noviembre 2015
<b>INPC</b>	<b>4.08</b>	<b>2.47</b>	<b>2.21</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.24</b>	<b>2.46</b>	<b>2.34</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.50</b>	<b>2.71</b>	<b>2.79</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.31	2.32	2.57
Mercancías no Alimenticias	2.04	3.04	2.98
<b>Servicios</b>	<b>3.03</b>	<b>2.24</b>	<b>1.95</b>
Vivienda	2.14	1.98	2.01
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.28	4.28
Otros Servicios	3.60	1.90	1.19
<b>No Subyacente</b>	<b>6.70</b>	<b>2.52</b>	<b>1.84</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>8.61</b>	<b>3.83</b>	<b>2.70</b>
Frutas y Verduras	0.10	6.78	6.19
Pecuarios	14.03	2.30	0.85
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>5.55</b>	<b>1.72</b>	<b>1.33</b>
Energéticos	6.43	1.07	0.52
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.88	2.91	2.88

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 mantiene débil. Mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial y la inflación se mantienen sin cambio con relación a la decisión de política monetaria anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que registró un crecimiento mayor a lo previsto y por encima de lo observado en la primera mitad del año, y consideró que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado respecto de la decisión previa de política monetaria. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que las condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral parecerían estar disminuyendo gradualmente, si bien no se anticipan durante los próximos semestres presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Respecto a la inflación, todos subrayaron que continúa registrando niveles mínimos históricos, incluso menores a los previstos y que, hasta ahora, el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real se está dando de manera ordenada y gradual. Además, la mayoría coincidió en que se prevé que tanto la inflación general como la subyacente cierren 2015 en aproximadamente 2 por ciento. Por su parte, para 2016, estima que ambas medidas de inflación registren incrementos, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento y que en 2017 se establezcan alrededor de dicho nivel. Esta mayoría considera que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado en el corto plazo, en tanto que en el mediano se mantuvo sin cambio respecto de la decisión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que la economía mundial se ha mantenido débil. Atribuyó esta debilidad a que las economías avanzadas han mostrado una expansión modesta, enfatizando el bajo dinamismo de la zona del euro y Japón, y a la persistente desaceleración de las economías emergentes. Uno agregó que bajo este contexto, el comercio global ha disminuido. Algunos mencionaron que esperan una mejora de la actividad en 2016 y 2017, sin embargo otro miembro puntualizó que la baja en los pronósticos de crecimiento de largo plazo pone de manifiesto la existencia de factores estructurales que pudieran estar reduciendo el crecimiento potencial a nivel mundial. La mayoría de los participantes concluyó que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se ha mantenido sin

cambio, mientras que un integrante consideró que este se encuentra a la baja.

Todos los miembros destacaron que la actividad económica en Estados Unidos continúa expandiéndose, enfatizando la mayoría que ello se ha dado particularmente por la fortaleza de la demanda interna privada, ya que el sector industrial se encuentra deprimido debido, entre otros factores, a la apreciación generalizada del dólar y a una menor demanda global. Uno de ellos señaló que el ritmo de crecimiento de esta economía durante el cuarto trimestre de 2015 parece haberse mantenido en niveles cercanos a su trayectoria de largo plazo. Todos concordaron que el mercado laboral ha mostrado una sólida recuperación, particularmente en el sector servicios, manifestándose en una importante disminución en la tasa de desocupación y con signos de un mayor crecimiento de los salarios. La mayoría resaltó que la inflación se mantiene en niveles bajos como reflejo de la evolución de los precios de la energía y de la apreciación del dólar, si bien aclaró que es de esperarse que esta converja gradualmente a la meta, como lo ha señalado la Reserva Federal. Algunos apuntaron que se prevé que este desempeño de la economía de Estados Unidos continúe e incluso se consolide, y uno de ellos añadió que esta economía podría crecer en los siguientes trimestres a tasas mayores que la de su crecimiento potencial. Finalmente, otro apuntó que el desempeño de la economía de Estados Unidos también está sujeto a riesgos, siendo uno de los más importantes la atonía de la economía mundial y el potencial efecto que podría tener la apreciación del dólar sobre el crecimiento.

Todos los integrantes notaron que dada la evolución económica en Estados Unidos y la expectativa de que la inflación regresará a la meta en los siguientes años, la Reserva Federal incrementó, como era ampliamente esperado, su tasa de política monetaria en 25 puntos base. No obstante, la mayoría destacó que este banco central ha enfatizado que los incrementos subsecuentes serán graduales y continuarán dependiendo de la evolución observada y esperada del mercado laboral y de la inflación. Incluso algunos señalaron que se mantendrán condiciones monetarias acomodaticias por un periodo prolongado. Lo anterior debido a que se espera que las tasas de interés en ese país permanezcan muy por debajo de su nivel de largo plazo y que continuarán con su política de reinvertir los vencimientos de los títulos que han comprado, todo ello con el propósito de que el proceso de normalización de la política monetaria se lleve a cabo de la manera más ordenada posible. En este contexto, algunos puntualizaron que la atención se centrará ahora en el ritmo de incrementos posteriores de la tasa

de referencia. Ello implica que la reducción de la volatilidad en los mercados financieros podría ser temporal, ante un posible resurgimiento más adelante. Un miembro señaló que las opiniones de la Reserva Federal, las de los analistas y las expectativas implícitas en los instrumentos de mercado no sólo difieren sino que los contrastes se amplían con el horizonte de tiempo. Por su parte, otro miembro destacó algunas interrogantes que considera son importantes para la evolución futura de las tasas de interés en Estados Unidos y, por ende, para la evolución de los mercados financieros internacionales. Subrayó que un elemento clave que determinará la velocidad e intensidad de la trayectoria esperada de las tasas de interés es el nivel en el que actualmente se sitúa la tasa natural de interés en ese país. Sin embargo, apuntó que no existe consenso sobre el nivel de dicha tasa, por lo que representa un factor de incertidumbre en los mercados financieros. A este respecto destacó que dicha tasa de interés natural parecería estar descendiendo, si bien existe debate sobre si esta disminución será persistente o no y sobre las razones detrás de la disminución, ya sea por un menor crecimiento potencial, principalmente en las economías avanzadas, o por una situación estructural de falta de demanda a nivel global, es decir, un problema de estancamiento secular. En su opinión, es difícil separar ambos factores. También señaló que este debate se ha complicado aún más por la mayor dificultad actual para tener una clara lectura del ciclo económico, ya que algunas relaciones económicas que proveían señales importantes sobre la fase del ciclo parecerían estar perdiendo relevancia, como la Curva de Phillips. Adicionalmente, destacó que existen dudas sobre la tracción de la política monetaria y los elementos operativos con los que cuenta la Reserva Federal para drenar la liquidez, ello dado que ésta se encuentra en niveles históricamente abundantes. Apuntó que dentro de los elementos más importantes para entender las repercusiones que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos podría tener en otras economías, se encuentra el proceso de descompresión de las primas por plazo. Subrayó que como resultado de las políticas monetarias no convencionales, principalmente la compra de instrumentos de deuda por parte de los bancos centrales, se generó una compresión de la prima por plazo, elemento importante para la reducción de las tasas de interés de largo plazo a niveles históricamente bajos. En este contexto, consideró que durante el proceso de normalización el mayor riesgo sería un proceso desordenado de descompresión de esta prima. Este miembro aclaró que, no obstante lo anterior, dado que la Reserva Federal ha hecho énfasis en que el proceso de normalización será

gradual y no habrá reducción en su hoja de balance en un periodo prolongado de tiempo, se espera que la guía futura que ha dado ese Instituto Central tenga suficiente tracción para que el proceso de descompresión de la prima por plazo sea ordenado.

Sobre las economías avanzadas, la mayoría de los miembros comentó que estas han presentado una expansión modesta. Todos enfatizaron el lento dinamismo que se ha observado en la zona del euro, a lo que algunos destacaron que se espera un gradual fortalecimiento en los próximos trimestres. Uno de ellos añadió que esta recuperación es frágil en virtud del debilitamiento en las economías emergentes, la caída en el comercio internacional, el ajuste de los balances de distintos sectores y el poco progreso en los esfuerzos de cambio estructural. Agregó que la inflación sigue registrando niveles cercanos a cero y que las proyecciones para este año y el próximo se han ajustado nuevamente a la baja. Dado esto, la mayoría resaltó que el Banco Central Europeo relajó adicionalmente su postura monetaria. Un miembro agregó que este banco dejó abierta la posibilidad de un mayor relajamiento en caso de ser necesario. La mayoría de los miembros subrayó el lento crecimiento en la economía de Japón. Uno de ellos indicó que, si bien esta economía no cayó en recesión técnica, todavía se observan riesgos asociados al debilitamiento de su demanda externa, en especial la proveniente de China, a la vez que la inflación ha registrado lecturas bajas, continuando la dificultad para cumplir con su meta de inflación. Otro agregó que esto podría llevar al Banco de Japón a profundizar su expansión de la oferta monetaria. Además, un miembro comentó que en el Reino Unido la actividad económica sigue mostrando dinamismo, pero que las reducidas tasas de inflación y la previsión de ausencia de presiones de demanda significativas, apuntan a un posible retraso en el aumento de la tasa de política monetaria por parte del banco central.

Por lo que respecta a las economías emergentes, todos los miembros mencionaron que la actividad económica siguió desacelerándose, en parte por la continua disminución de los precios de las materias básicas y la desaceleración de la economía china. Todos los integrantes mostraron preocupación por el caso de ese país, mencionando uno de ellos que el menor dinamismo de su actividad se hace cada vez más evidente. A lo anterior, la mayoría apuntó que si bien la posibilidad de un ajuste brusco en la economía china continúa siendo motivo de preocupación, la disposición de sus autoridades para implementar medidas tanto contracíclicas como estructurales, ha aliviado dichos temores. Respecto a otras economías emergentes, algunos recalcaron el surgimiento de

problemas en términos de crecimiento, estabilidad política y de índole estructural, tales son los casos de Brasil y Turquía. Uno de los miembros consideró que se espera cierto repunte de la actividad económica en las economías emergentes durante 2016, aclarando sin embargo, que dicho escenario se encuentra sujeto a una diversidad de riesgos, como aquellos derivados del lento crecimiento mundial, del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, de los bajos precios de las materias primas y de los elevados niveles de endeudamiento corporativo en dólares en varios de estos países. Otro alertó de los elevados niveles de endeudamiento de corporativos con baja calificación crediticia en algunas economías avanzadas.

La mayoría de los miembros mencionó la caída sustancial que recientemente han registrado los precios internacionales de diversas materias básicas, en particular del petróleo. Algunos de ellos atribuyeron la caída del precio de este último a un desbalance entre la creciente oferta y la debilidad de la demanda a nivel global. Uno agregó que a pesar de haber mostrado ya una considerable reducción desde el 2014, el precio del crudo podría presentar bajas adicionales. En este sentido, otro miembro mencionó el hecho de que los miembros de la OPEP decidieron no reducir su cuota de producción dificultará aún más el ajuste entre oferta y demanda. En cuanto al comportamiento de la inflación mundial, la mayoría de los integrantes destacó los bajos niveles que prevalecen en las principales economías avanzadas, señalando que en la mayoría de las emergentes las presiones inflacionarias no han sido homogéneas. Por lo que respecta al balance de inflación a nivel mundial, la mayoría señaló que no ha habido cambios con respecto a la reunión anterior.

La mayoría destacó que en las últimas semanas los mercados financieros internacionales registraron un aumento en su volatilidad. Esto, mencionaron algunos, fue resultado en parte de las mencionadas reducciones adicionales en los precios de las materias primas, principalmente del petróleo, así como de una mayor discrepancia en las políticas monetarias en las principales economías avanzadas. Uno de ellos destacó la divergencia existente entre Estados Unidos y las principales economías en Asia y la zona del euro. Todo lo anterior, destacó la mayoría, ha conducido a depreciaciones generalizadas adicionales de las monedas de economías emergentes frente al dólar. En este entorno, la mayoría de los integrantes señaló que mientras que en China se ha incrementado la expectativa de estímulos monetarios adicionales, en algunas otras economías emergentes las posturas de política monetaria se han restringido ante claras

presiones inflacionarias. Un integrante agregó que el desempeño negativo de los activos financieros fue particularmente evidente en los mercados de este grupo de países, en donde los flujos de capital se han contraído aún de manera más significativa que en 2009, si bien también se reflejó en un aumento en los diferenciales de las tasas de interés de Estados Unidos con respecto a las principales economías avanzadas. La mayoría apuntó que hacia adelante no se puede descartar que la volatilidad en los mercados financieros internacionales permanezca alta e incluso se incremente aún más. En particular, algunos miembros notaron que, como ya se señaló, una descompresión desordenada de las primas por plazo, particularmente en Estados Unidos, podría representar un riesgo importante en los mercados financieros internacionales.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en México ha mostrado una mejoría, principalmente como reflejo de la expansión del gasto interno. En particular, la mayoría mencionó que la actividad económica registró en el tercer trimestre del año un crecimiento mayor a lo previsto y por encima de lo observado en la primera mitad del año. En este contexto, todos los integrantes coincidieron en que el consumo privado continuó exhibiendo un mayor dinamismo. La mayoría destacó que este fue sustentado en parte por la evolución favorable del mercado laboral y la baja inflación, lo cual ha producido incrementos en la masa salarial real. También añadió que el incremento de las remesas del exterior expresadas en pesos y la expansión del crédito también contribuyeron al aumento del consumo. En este sentido, uno de ellos puntualizó que la creciente formalización del empleo permitió a más familias acceder al crédito y de esta manera, expandir el consumo. A su vez, todos los integrantes mencionaron que la inversión ha seguido registrando una trayectoria creciente. La mayoría señaló que esto fue consecuencia principalmente del desempeño del rubro de maquinaria y equipo. En contraste, uno agregó que la inversión en construcción no residencial se ha contraído, en parte, como reflejo del débil desempeño del sector petrolero. Por su parte, todos los integrantes destacaron que las exportaciones mantuvieron cierto estancamiento, principalmente, ante la debilidad de la actividad industrial estadounidense y la caída en los precios del petróleo. Un miembro también mencionó que las exportaciones dirigidas a otros países aparte de Estados Unidos han continuado mostrando una tendencia negativa en los últimos tres años. En relación con la producción, un integrante destacó que se observó una evolución positiva en los tres sectores de la economía. No obstante, agregó que en el sector industrial se



prolongó la contracción en la producción minera, principalmente como resultado de la caída de los servicios relacionados con la actividad petrolera.

Algunos de los integrantes destacaron que se anticipa que la economía mexicana continúe mejorando a lo largo de 2016 y 2017. En este sentido, señalaron que la esperada recuperación en la producción industrial de los Estados Unidos, sumada a la depreciación del peso, debería estimular las exportaciones manufactureras. Uno de ellos añadió que prevé que el consumo sea respaldado por un comportamiento favorable de sus principales determinantes y que la inversión privada se vea fomentada por una mayor confianza y por el efecto de las reformas estructurales. Considerando lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que las condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral parecerían estar disminuyendo gradualmente, si bien no se anticipan durante los próximos semestres presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

La mayoría de los miembros considera que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado respecto de la decisión previa de política monetaria. Uno de ellos añadió que esto está sustentado en una implementación cada vez más visible de las reformas estructurales, con algunos éxitos importantes como en el sector eléctrico. Otro de los miembros señaló que existen riesgos al alza para el crecimiento económico en 2015, pero que el balance sigue siendo a la baja en 2016 y 2017. Entre los riesgos a la baja, algunos miembros señalaron un desempeño más débil de la producción industrial de Estados Unidos y una mayor caída de los precios y de la producción petrolera respecto a lo previsto. Uno de ellos añadió otros riesgos a la baja, tales como potenciales episodios adicionales de turbulencia en los mercados financieros internacionales que afecten los flujos de capital a México, una insuficiente recuperación de la confianza de las familias y empresas y debilidad persistente de la industria de la construcción, particularmente la no residencial.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno señalaron que la inflación ha seguido exhibiendo una tendencia a la baja, alcanzando niveles mínimos históricos, incluso menores a los previstos. Un miembro enfatizó que en noviembre el nivel de la inflación representó un mínimo por séptimo mes consecutivo, mientras que otro agregó que en el mismo mes, tanto el componente subyacente como el no subyacente fueron inferiores a 2.5 por ciento. La mayoría coincidió en que a este resultado siguen contribuyendo la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos que sobre los precios al

consumidor han tenido las reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado –varios como resultado de las reformas estructurales- tales como los energéticos y los servicios de telecomunicaciones. Un integrante comentó que el señalado efecto de las reformas estructurales será el que hacia adelante tendrá una mayor relevancia para apoyar mejores condiciones inflacionarias, independientemente del ciclo económico, al estarse creando mercados y haciendo que éstos sean más concurrenciosos. En adición a lo anterior, algunos miembros apuntaron que el desempeño reciente de la inflación ha obedecido fundamentalmente a la disminución de la inflación del componente no subyacente, si bien uno de ellos subrayó que también es importante tomar en cuenta que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable en niveles bajos a lo largo de 2015. Otro integrante añadió que la evolución favorable de los precios en el sector agropecuario también ha apoyado al buen desempeño de la inflación. La mayoría de los miembros concluyó que hasta el momento, el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real la cual, de acuerdo con un integrante, es necesaria dado el comportamiento de las exportaciones y de la cuenta corriente, ha procedido de manera ordenada y gradual. La mayoría coincidió en que los precios de las mercancías, en particular de los bienes durables, han continuado aumentando pausadamente, al tiempo que no se han observado efectos de segundo orden en los precios de bienes no comerciables y de servicios derivados del ajuste de la cotización de la moneda nacional. Un miembro destacó que la credibilidad del Banco de México ha sido un factor muy importante para que la depreciación del tipo de cambio nominal no se haya reflejado en mayores precios de bienes no durables y de servicios, en tanto que otro integrante enfatizó que la evolución positiva de la inflación constituye una excelente oportunidad para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo permanente.

La mayoría concordó en que las expectativas para la inflación general y subyacente medidas a través de encuestas para el cierre de 2015 continuaron disminuyendo a niveles significativamente por debajo de 3 por ciento, y que para 2016 y 2017 han ido acercándose al 3 por ciento. Un miembro apuntó que las correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo mostraron una leve mejoría, en tanto que otro consideró que estas se han mantenido relativamente estables. Ambos coincidieron en que estos indicadores se encuentran por arriba del objetivo de inflación del Banco de México, si bien uno de ellos reconoció que el buen desempeño de la inflación ha sido posible, en gran medida, debido al anclaje de las expectativas de inflación. Finalmente, la mayoría de los miembros

agregó que las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo siguen ancladas prácticamente en 3 por ciento.

La mayoría de los integrantes resaltó que se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente cierren 2015 aproximadamente en 2 por ciento. Al respecto, un integrante destacó que dicho nivel se encuentra por debajo del previamente anticipado. La mayoría señaló que para 2016, se estima que ambas medidas de inflación registren incrementos, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento y que en 2017 ambos indicadores se estabilicen alrededor de dicho nivel, congruentes con el objetivo establecido para dicha variable. Especificó que la trayectoria anterior reflejaría el efecto aritmético de la reversión de algunos choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015 y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de algunos bienes, mas no un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios.

Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado en el corto plazo, en tanto que en el mediano se mantuvo sin cambio respecto de la reunión anterior de política monetaria. Por su parte, algunos miembros indicaron que el balance continúa siendo al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría mencionó la posibilidad de que ante un nuevo deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales el peso retome una tendencia hacia la depreciación que pudiera trasladarse a la dinámica de formación de precios de los bienes no comerciables. Uno de los miembros indicó que existe el riesgo de un mayor traspaso del tipo de cambio a los precios, especialmente en el contexto del anticipado fortalecimiento de la demanda. La mayoría señaló la posibilidad de que un crecimiento mayor al esperado de la actividad económica conduzca a que la brecha del producto se cierre más rápidamente de lo previsto, si bien apuntó que es de esperarse que lo anterior se manifieste de manera gradual. Algunos miembros sostuvieron que este riesgo es importante a la luz de las dificultades que existen para obtener una estimación precisa del crecimiento potencial de la economía. Como riesgos adicionales al alza, algunos miembros recalcaron la posibilidad de que se registre un aumento brusco de los precios de los productos agropecuarios, cuyo comportamiento reciente se ubica muy por debajo de su tendencia de largo plazo, si bien uno de ellos enfatizó que de materializarse este riesgo su efecto sobre la inflación sería temporal. Por su parte, un integrante concluyó que en su conjunto, los riesgos antes mencionados podrían implicar, además de presiones directas, efectos de segundo orden sobre los

precios. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno resaltó la posibilidad de que continúen registrándose reducciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos, así como que la cotización de la moneda nacional revierta parte de la depreciación que acumuló en los meses previos.

La mayoría de los integrantes de la Junta subrayó que los mercados financieros de México, al igual que en otras economías emergentes, se vieron afectados por el aumento en la volatilidad financiera internacional en las últimas semanas. Precisó que el peso mexicano experimentó una depreciación adicional y que las tasas de interés se incrementaron en todos sus plazos. Uno de ellos comentó que se observó una ligera reducción en las posiciones de los inversionistas no residentes en valores gubernamentales denominados en pesos y sostuvo que la presencia de dos factores de riesgo que pueden afectar a los activos financieros en México son la situación de Pemex y el relativamente alto endeudamiento corporativo en dólares como proporción del PIB. Hacia adelante, la mayoría alertó que no puede descartarse que la volatilidad en los mercados financieros internacionales permanezca alta e incluso que se incremente. Asimismo, mencionó que espera que una trayectoria alcista en la tasa de fondos federales ejerza presión sobre las tasas de interés en México. Algunos notaron que dichas presiones estarían asociadas a un proceso de descompresión de las primas por plazo. Otro explicó que, si bien con el incremento de la tasa de fondos federales se eliminó una fuente de preocupación en los mercados, la economía mexicana seguirá enfrentando un entorno externo complejo en virtud de problemas importantes de naturaleza coyuntural y estructural en la economía mundial, y que futuros ajustes en la tasa de fondos federales pueden afectar a la economía mundial más de lo hasta ahora previsto.

En este contexto, todos los miembros coincidieron en que es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en México, para lo cual será necesario perseverar en los esfuerzos de consolidación fiscal, realizar ajustes en la postura de política monetaria al ritmo que sea oportuno, cuidar la solidez del sistema financiero y continuar implementando adecuadamente las reformas estructurales. Argumentaron que ello deberá contribuir a mantener la confianza en México, distinguiéndola de otros países emergentes, de tal forma que el componente de riesgo soberano en las tasas de interés, al igual que otras primas de riesgo, permanezcan en niveles bajos. Esto último es crucial ante el actual entorno externo en que las condiciones

financieras se están tornando más astringentes. Uno de ellos precisó que la consolidación fiscal, así como las reformas estructurales ayudarían a liberar presiones sobre toda la curva de rendimientos y, particularmente, sobre la prima por plazo. En este contexto, otro miembro argumentó que México podría ser de los pocos países que puedan gozar de estabilidad financiera con un crecimiento económico más acelerado, lo que distinguiría a México no solo del resto de los países emergentes sino también de muchos avanzados.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la decisión de la Reserva Federal de incrementar su objetivo para el rango de la tasa de fondos federales tiene implicaciones importantes para la política monetaria en México. En este contexto, la mayoría mencionó que si bien las condiciones domésticas parecerían sugerir la conveniencia de mantener la tasa de referencia sin cambio, ante el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos el no ajustar la tasa de referencia en México podría generar una depreciación adicional del peso que fuera desordenada y que pudiera afectar a la inflación y a sus expectativas. Uno de ellos advirtió que de ampliarse el diferencial entre las tasas de referencia de México y Estados Unidos podrían observarse ajustes no lineales en las variables nominales de la economía que pudieran ser adversos. Otro integrante advirtió que también podría verse afectada la estabilidad financiera y sostuvo que dados los esfuerzos de comunicación del Banco de México, los mercados ya esperaban un aumento en la tasa de referencia en México, después del incremento en la tasa de fondos federales, por lo que no hacerlo aumentaría el riesgo de movimientos desordenados en los mercados y podría afectar la credibilidad del Instituto Central. Argumentó que dada la depreciación que ya registró el peso mexicano las condiciones monetarias son muy relajadas en México, por lo que las implicaciones de un incremento en la tasa de referencia para la actividad económica serían modestas. Asimismo, mencionó que el alza en la tasa de fondos federales es una señal de que la Reserva Federal confía en la recuperación de la economía de Estados Unidos y que, dados los vínculos existentes, es de esperar que la economía mexicana se beneficie de dicha recuperación. Concluyó que los costos potenciales de mantener la política monetaria en México inalterada serían mayores que los beneficios. Mencionó que la ansiedad en los mercados por la fecha de inicio del ciclo de alzas de las tasas de interés en Estados Unidos es comprensible considerando la naturaleza actual de la política monetaria de ese país y el que dicha tasa se mantuvo constante durante siete años. Añadió que hacia adelante, dada la solidez del marco macroeconómico, de observarse un menor

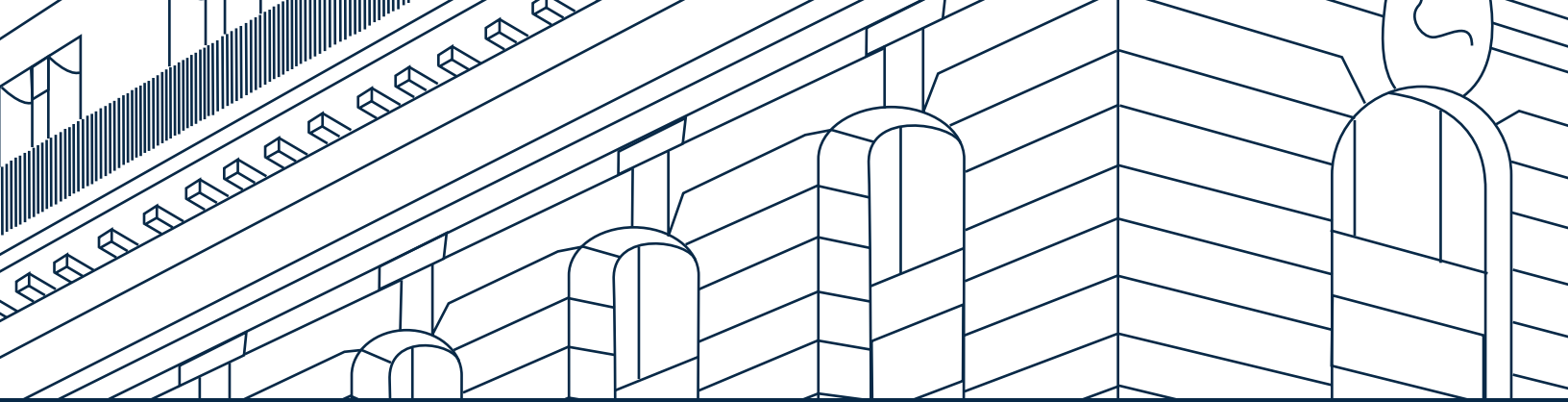
nerviosismo en los mercados durante futuros aumentos de la tasa de fondos federales en relación al que rodeó al primer incremento, la política monetaria en México contaría con margen de maniobra para responder de manera más flexible de conformidad con los requerimientos internos y externos. Otro miembro argumentó que la política monetaria en México, al igual que en otras economías emergentes, enfrenta una disyuntiva. Por un lado, persiste holgura en la economía y no parece haber presiones sobre las tasas de interés provenientes de la demanda de crédito. Por otro lado, existe la posibilidad de salidas de capital y de una mayor volatilidad dada el alza en la tasa de referencia en Estados Unidos. Añadió que dado el inicio de la descompresión de las primas por plazo en este país es de esperar que esto también ocurra en México y mencionó que un mecanismo importante para ello es la reversión en los flujos de capital. Explicó que en la alta frecuencia dichos flujos son sensibles al diferencial de tasas de interés ajustadas por el costo de cobertura cambiaria, mientras que en la baja frecuencia los fundamentos económicos son el factor más importante. Así, concluyó que para que sea más probable una descompresión ordenada de las primas por plazo actualmente no es recomendable que los diferenciales de tasas de corto plazo se estrechen significativamente. Otro coincidió en que los flujos de capital responden al diferencial de tasas y agregó que también lo hacen a la percepción de la determinación de la autoridad monetaria de preservar el valor de su moneda. Finalmente, un miembro señaló que dadas las condiciones monetarias relajadas en México y el aflojamiento de la postura monetaria relativa con Estados Unidos después de la decisión de la Reserva Federal, es pertinente un alza en la tasa de referencia en México. Respecto a la magnitud del ajuste, argumentó que la conveniencia de separarse en cierta medida de las acciones futuras de la Reserva Federal apuntaría a que la magnitud del ajuste fuese mayor en México. Sin embargo, señaló que la evolución y perspectivas favorables de la inflación en México sugieren que el ajuste en la tasa de política sea de la misma magnitud que en Estados Unidos, además de que eso es lo que espera el mercado.

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

Teniendo en cuenta lo expuesto, a pesar de 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 ésta al objetivo permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, para ubicarla en 3.25 por ciento. Esto en respuesta

principalmente al incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, el cual, en ausencia del citado ajuste en el objetivo de la tasa de interés de referencia, podría generar una depreciación adicional que fuera desordenada en la cotización de la moneda nacional y, así, afectar las expectativas inflacionarias y a la inflación misma.

En todo caso la Junta de Gobierno seguirá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, tanto externos como internos, en particular a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas adicionales 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 31 de diciembre de 2015

