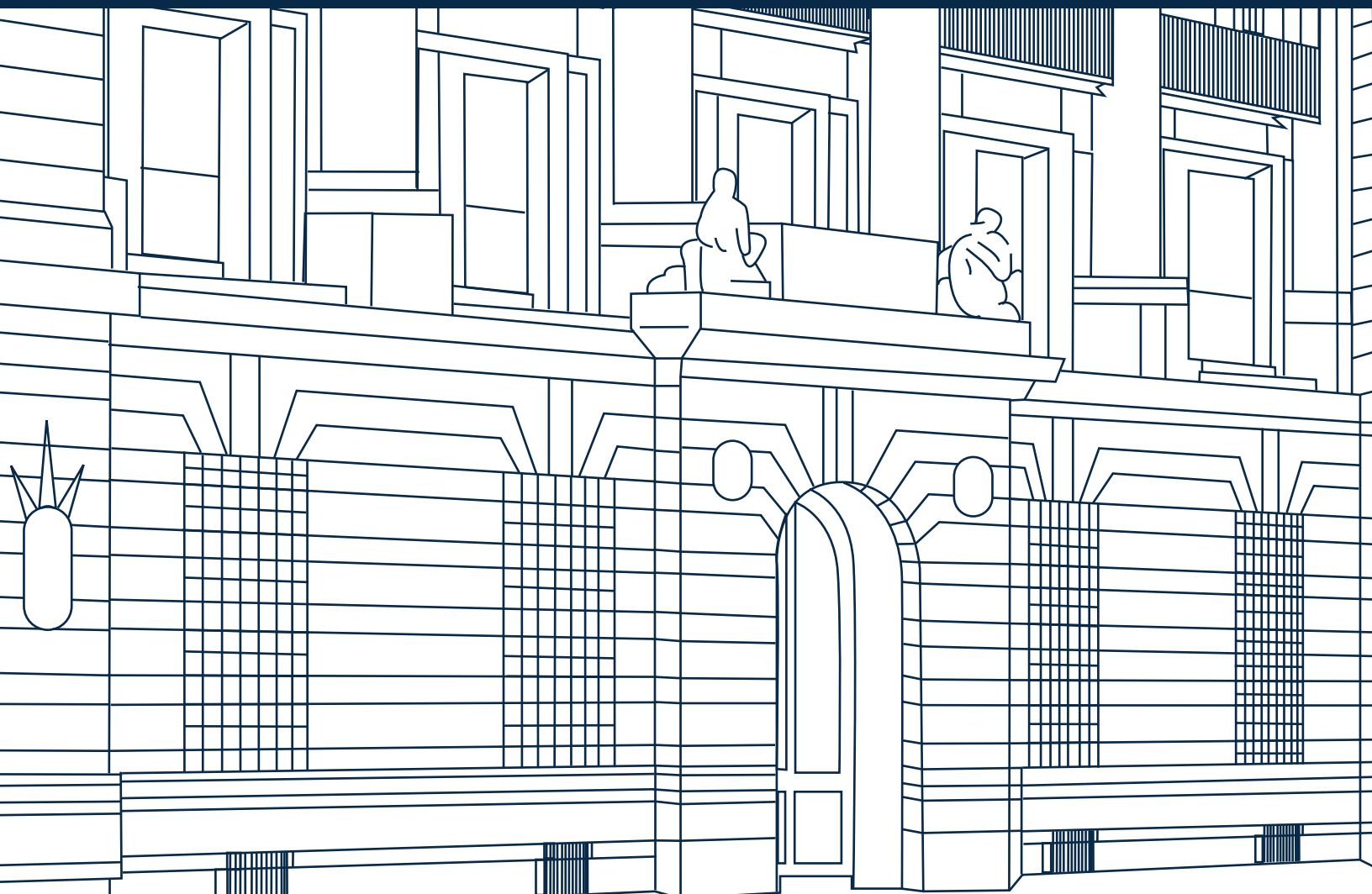


BANCO DE MÉXICO

Minuta número 39

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 29 de octubre 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: 29 de octubre 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.

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

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

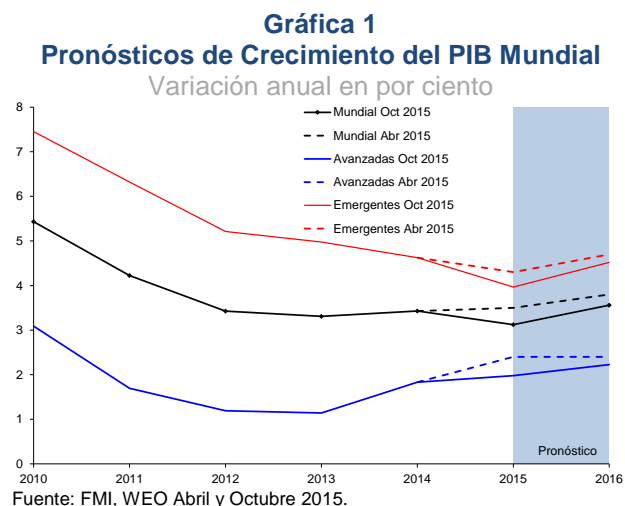
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial se ha caracterizado por una continua debilidad. La recuperación en las economías avanzadas está siendo más lenta que la esperada, en tanto que la desaceleración de las emergentes se ha intensificado. Esta dinámica se ha retroalimentado a través de un menor comercio internacional y de los mercados financieros.

Adicionalmente, la posibilidad de un menor crecimiento en China y un ajuste económico desordenado en aquellas economías emergentes con fundamentos macroeconómicos débiles ha elevado el riesgo de contagio entre países. En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial han sido revisadas a la baja (Gráfica 1).

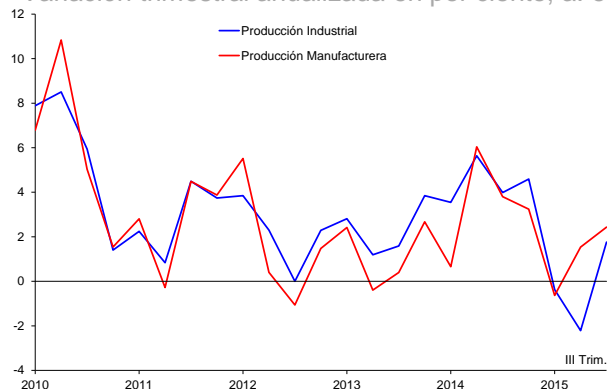


En Estados Unidos, después de un sólido crecimiento anualizado de 3.9 por ciento en el segundo trimestre, la economía se expandió a un ritmo más moderado de 1.5 por ciento durante el tercero. A esto contribuyó la mayor debilidad de las exportaciones netas y una desacumulación de inventarios, que contrarrestó la continua fortaleza de la demanda interna. En particular, el gasto en consumo privado se mantuvo elevado, mientras que los inicios de casas mostraron un desempeño favorable.

Por otro lado, la producción industrial exhibió un crecimiento débil, como consecuencia de la apreciación del dólar, la menor demanda externa y por el elevado nivel de inventarios. En efecto, la producción industrial aumentó únicamente 1.8 por ciento a tasa trimestral anualizada en el tercer trimestre, después de una contracción de 2.4 por ciento en el trimestre previo (Gráfica 2). Dicha cifra reflejó, en parte, una expansión lenta de las manufacturas, a pesar del dinamismo observado en el sector automotriz.

Gráfica 2 EUA: Producción Industrial y Manufacturera

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose, si bien a un ritmo más moderado y con diversos indicadores todavía mostrando cierta holgura. Además, la variación anual de las remuneraciones por hora ha permanecido estable en alrededor de 2 por ciento, de modo que aún no hay evidencia de presiones al alza sobre la inflación salarial.

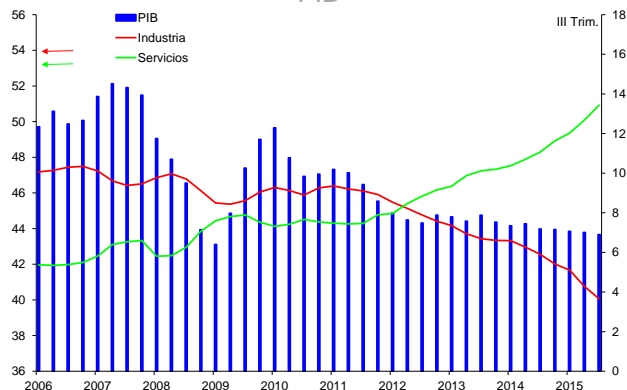
En la zona del euro, la información disponible sugiere que tuvo lugar un crecimiento modesto durante el tercer trimestre. Además, se prevé una recuperación más moderada que la anteriormente anticipada, debido a una demanda externa menor. El consumo continuó siendo la principal fuente de expansión. Por el contrario, la reciente apreciación del euro y la menor demanda proveniente de economías emergentes, especialmente de China, están teniendo un impacto negativo sobre las exportaciones.

El crecimiento en las economías emergentes ha continuado desacelerándose. Además, los riesgos a la baja para la actividad de estas economías han aumentado, entre otras razones, por la mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas de China y sus implicaciones sobre otros países. Al respecto, la economía china siguió moderando su ritmo de expansión al crecer a una tasa anual de 6.9 por ciento en el tercer trimestre (Gráfica 3). Dicha economía enfrenta retos para su transformación hacia una basada en el consumo, mientras resuelve importantes vulnerabilidades en su sistema financiero, así como los problemas de endeudamiento y sobrecapacidad en la industria y la construcción. Finalmente, otro riesgo proviene de la situación de Brasil y Turquía, que podrían verse en la necesidad de realizar ajustes abruptos de política

económica ante la acumulación de desbalances internos y externos, y problemas de índole político.

Gráfica 3 China: PIB por Sectores

Variación anual en por ciento y en por ciento del PIB



Fuente: Haver Analytics.

Los precios internacionales de las materias primas se mantuvieron en niveles bajos, si bien exhibieron cierta volatilidad en las últimas semanas. Luego de un alza a principios de octubre, el petróleo reanudó su tendencia descendente, como resultado de una débil recuperación de la demanda y la expectativa de un incremento en el suministro de crudo por parte de Irán. Por su parte, los precios de los granos permanecieron deprimidos debido a los elevados niveles de producción e inventarios y la persistente preocupación acerca de una débil demanda futura por parte de China. Finalmente, después de un ligero repunte, la cotización de los metales industriales volvió a disminuir debido a temores sobre los crecientes niveles de inventarios y una caída en la demanda global.

La inflación mundial se mantuvo baja, aunque con una mayor divergencia entre economías, debido al impacto diferenciado de la caída en los precios de las materias primas y del traspaso de los movimientos en los tipos de cambio a los precios locales. Por un lado, la inflación en las principales economías avanzadas se ha reducido debido a una caída adicional de los precios del petróleo y, en algunos casos, a la apreciación de sus monedas. Así, en Estados Unidos, el deflactor del consumo ha continuado registrando variaciones anuales cercanas a cero, mientras que la apreciación del dólar ha contribuido al bajo crecimiento del componente subyacente (1.3 por ciento en agosto). Por su parte, en la zona del euro, la inflación general regresó a terreno negativo en septiembre (-0.1 por ciento). Lo anterior, aunado a una debilidad mayor que la esperada en estas economías, ha contribuido

a la perspectiva de que en los países avanzados la convergencia a las metas de inflación será más lenta que lo anteriormente previsto y a una reducción en las expectativas de inflación, en particular las derivadas de instrumentos financieros.

Por otro lado, las economías emergentes muestran un panorama inflacionario diferenciado. Mientras que muchos países han registrado inflaciones bajas en un entorno de demanda interna débil, en otros países como Brasil, Chile, Colombia, Perú, 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.

Después de la reunión de septiembre de la Reserva Federal, en donde mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia, prevaleció una elevada incertidumbre en cuanto a la evolución de la política monetaria de Estados Unidos. En particular, esto debido a la discrepancia entre los pronósticos de la tasa de fondos federales de los miembros del Comité de Política Monetaria, así como a la diferencia entre éstos y las expectativas del mercado. Posteriormente, en su reunión de octubre, esta Institución señaló que la recuperación de la demanda interna es sólida, en balance consideró que la holgura en el mercado laboral ha continuado decreciendo y que las primas de compensación por inflación han disminuido ligeramente. Además, aunque señaló que continuará monitoreando los acontecimientos externos, su comunicado restó importancia al argumento de que la evolución económica y financiera global podría afectar su decisión de política monetaria. Así, la Reserva Federal reafirmó que el rango objetivo actual de la tasa de referencia sigue siendo apropiado. Sin embargo, acotó explícitamente que evaluará si es apropiado o no subir la tasa de referencia en la próxima reunión de diciembre, reiterando que el incremento dependerá de la evolución de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación.

En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sin cambio sus tasas de interés de política monetaria y reiteró su compromiso con la implementación de su programa de compras

de valores. Asimismo, señaló 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, el BCE expresó que el grado de relajamiento de la política monetaria será revisado en su próxima reunión en diciembre, una vez que se disponga de los nuevos pronósticos de crecimiento e inflación.

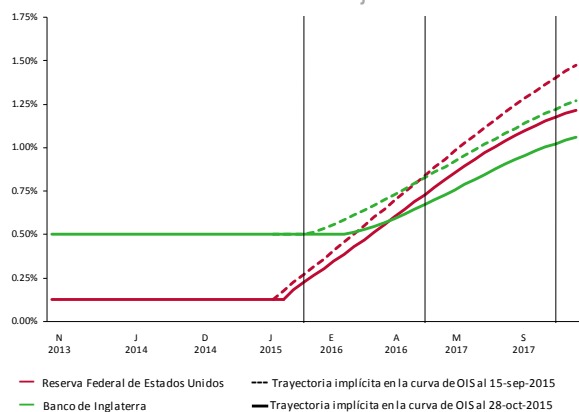
Finalmente, algunos bancos centrales de economías emergentes entre ellos Chile, Colombia y Perú, han aumentado sus tasas de referencia, a pesar de la debilidad en su actividad económica, debido principalmente a las presiones inflacionarias provenientes de la depreciación de sus monedas. Por el contrario, en otros países como China e India, el banco central ha expandido el estímulo monetario, ante la desaceleración en su crecimiento y su baja inflación.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La fragilidad económica a nivel mundial y los bajos niveles de inflación que prevalecen en la mayoría de los países desarrollados, apuntan a que las condiciones de amplia lasitud monetaria a nivel global permanecerán por un periodo más prolongado al que se anticipaba hace algunos meses. En este sentido, después de que la Reserva Federal mantuviera sin cambio su tasa de referencia en sus reuniones de septiembre y octubre, las expectativas de algunos analistas y aquellas implícitas en indicadores de mercado, apuntan a que el inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos podría postergarse hacia los primeros meses de 2016. Asimismo, en Reino Unido la fecha esperada para el primer incremento de la tasa objetivo del Banco de Inglaterra, implícita en las tasas de interés de mercado (curva de overnight index swaps) se retrasó de finales de 2016 a principios de 2017, y no se descarta que tanto el Banco Central Europeo como el Banco de Japón instrumenten medidas adicionales de estímulo monetario antes de que finalice este año (Gráfica 4).

Gráfica 4
Evolución de la trayectoria implícita de la tasa de referencia de economías seleccionadas en la curva OIS*
 Porcentaje



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.
 *OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

La expectativa de permanencia e incluso expansión de la liquidez disponible a nivel global, resultó en cierta estabilización de los mercados financieros y en un ligero ajuste al alza en el precio de activos que habían registrado pérdidas importantes durante el tercer trimestre del año (Gráfica 5).

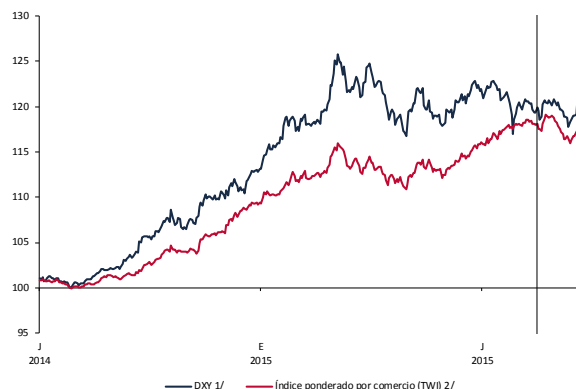
Adicionalmente, la posibilidad de que el inicio de la normalización de la tasa de referencia en Estados Unidos se postergue, aunado a la perspectiva de que la tasa de referencia en el mediano y largo plazo sea más baja a lo anticipado hace algunos meses, fue un factor determinante en el comportamiento de algunos mercados financieros. En particular, el dólar moderó su tendencia de apreciación frente a las principales divisas (Gráfica 6) y las tasas de interés de bonos gubernamentales en Estados Unidos volvieron a disminuir en todos los plazos (Gráfica 7). Dicha reducción también se observó en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de otros países desarrollados.

Gráfica 5
Evolución de indicadores financieros seleccionados*
 Índice 31-dic-2014= 100



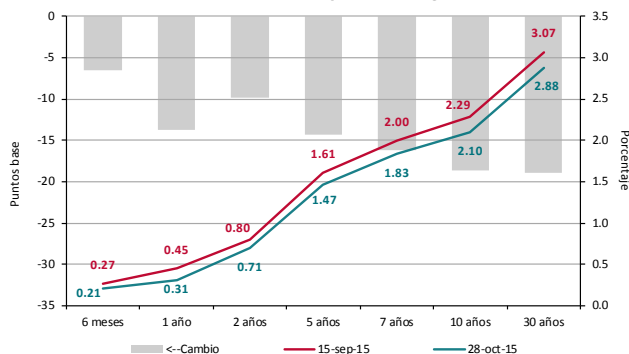
Fuente: Bloomberg.
 1/ Índice "CRB" de Thomson Reuters compuesto por 19 materias primas, las cuales se dividen en 4 grupos: energéticos (39%), agrícolas (41%), metales preciosos (7%) y metales industriales (13%).
 2/ El Índice MSCI de divisas de economías emergentes mide el rendimiento en dólares de 25 divisas de mercados emergentes: CNY (23%), KRW (16%), TWD (13%), INR (9%), ZAR (8%), otros (32%).
 3/ El Índice MSCI de mercados desarrollados captura el rendimiento en dólares de 1,643 empresas de capitalización mediana y grande de 23 mercados desarrollados.
 4/ El Índice MSCI de mercados emergentes captura el rendimiento en dólares de 837 empresas de capitalización mediana y grande de 23 mercados emergentes.
 *El área sombreada indica el tercer trimestre de 2015.
 Nota: La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.

Gráfica 6
Evolución de índices del dólar estadounidense
 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.

Gráfica 7
Estados Unidos: curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro
 Puntos base; porcentaje

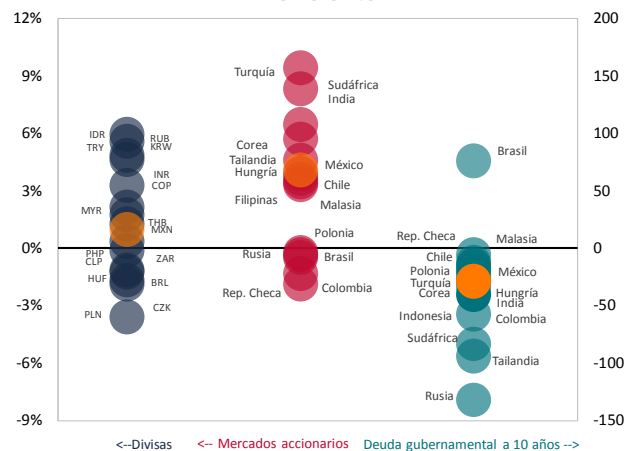


Fuente: Bloomberg.

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 revirtieron parcialmente las caídas observadas en los últimos meses, en respuesta a la creciente expectativa de que las condiciones monetarias altamente acomodaticias en las principales economías se mantendrán por un periodo más prolongado. De esta manera, durante este periodo las divisas de países emergentes se apreciaron frente al dólar, destacando en particular aquellas que mantienen una elevada sensibilidad al comportamiento de los precios de las materias primas, así como aquellas con los mayores diferenciales de tasas de interés, ajustadas por riesgo, respecto de las de países desarrollados. Asimismo, las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron en la mayoría de este conjunto de países, mientras que los índices accionarios mostraron ganancias, reflejando el ambiente de menor aversión al riesgo observado en los mercados financieros globales (Gráfica 8).

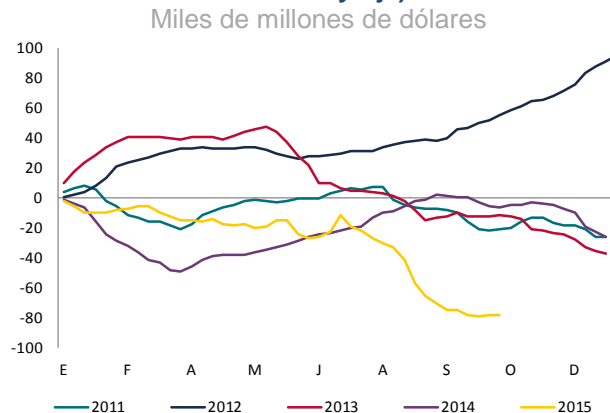
Gráfica 8
Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes del 15 de septiembre de 2015 al 28 de octubre de 2015
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Este ambiente más favorable también se reflejó en una disminución en los flujos de salida de capitales de estos mercados. No obstante lo anterior, durante el presente año este flujo de salida acumulado ha sido muy importante (Gráfica 9).

Gráfica 9
Flujos mensuales de inversionistas extranjeros dedicados a mercados emergentes (renta variable y fija)
 Miles de millones de dólares



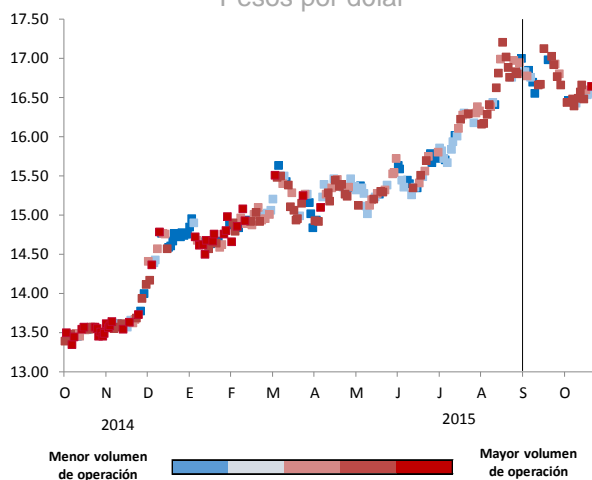
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

Finalmente, no se pueden descartar nuevos periodos de volatilidad, en especial para aquellos países con una postura macroeconómica más comprometida. Los últimos datos económicos publicados sugieren un menor ritmo de crecimiento para este conjunto de países, mientras que las cifras de inflación mostraron un comportamiento divergente.

2.2.3. Mercados en México

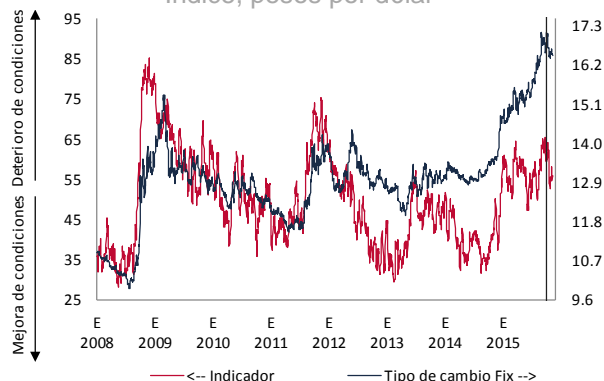
En México el comportamiento de los precios de los activos financieros durante el periodo fue positivo, reflejando en general el entorno global más favorable. Así, desde la última reunión de política monetaria a la fecha el tipo de cambio se ha apreciado 1.5% (Gráfica 10). En línea con lo anterior, el posicionamiento corto en pesos en instrumentos cambiarios en mercados extrabursátiles y en el mercado de Chicago mostró una importante disminución. Por su parte, las diferentes medidas de volatilidad y condiciones de operación del mercado cambiario nacional también exhibieron una moderada mejoría (Gráfica 11).

Gráfica 10
Tipo de cambio peso mexicano-dólar
Pesos por dólar



Nota: El volumen de operación al contado se clasificó de acuerdo a los percentiles de su serie histórica de enero 2013 a la fecha (0-20%, 21%-40%, 41%-60%, 61%-80% y 81%-100%)
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 11
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario
Índice, pesos por dólar



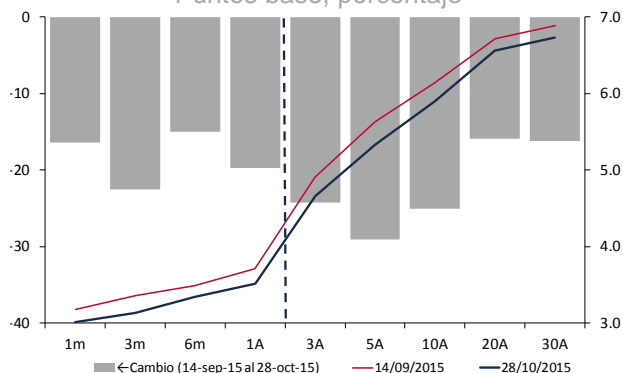
Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calcula los percentiles en el periodo de 2008 a 2015 y se toma el promedio de los 6 percentiles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

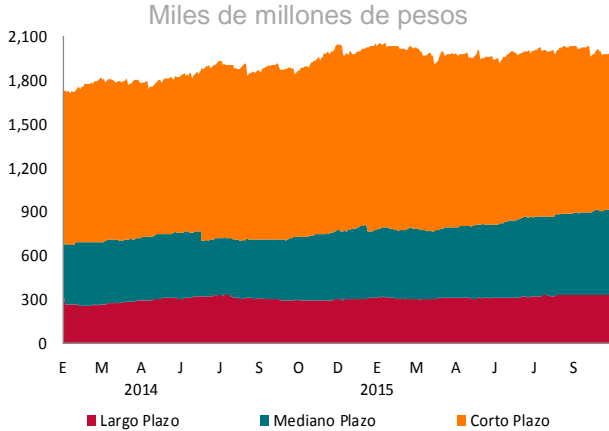
En el mercado de renta fija destacó que las tasas de interés disminuyeron a lo largo de todos los plazos. Por su parte, los inversionistas extranjeros continuaron incrementando su exposición en valores gubernamentales denominados en pesos (Gráfica 12 y Gráfica 13).

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



Fuente: PIP

Gráfica 13
Tenencia de extranjeros en valores gubernamentales

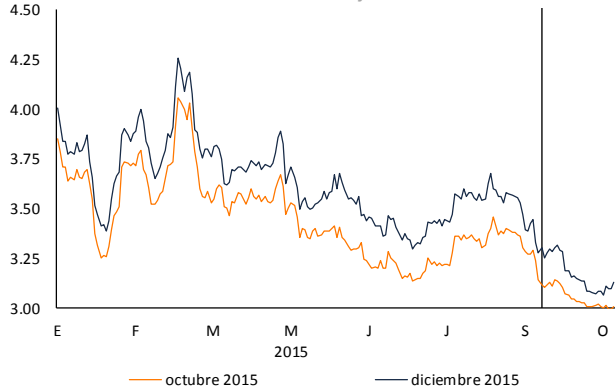


Nota: La tenencia de corto plazo incluye todos aquellos Mbonos con vencimiento menor o igual a la referencia de 3 años y Cetes. En el caso de los instrumentos de mediano plazo incluye aquellos instrumentos cuyo vencimiento es mayor a 3 años y menor a 10 años. Finalmente, para el caso de los instrumentos de largo plazo se incluye aquellos instrumentos con vencimientos posteriores al plazo de 10 años.

Fuente: Banco de México y S.D. Indeval S.A. de C.V.

Respecto al posible rumbo de la postura de política monetaria del Banco de México, las tasas de corto plazo implícitas en la estructura de la curva de rendimiento anticipan que ahora la tasa de referencia permanezca sin cambio durante 2015. Lo anterior se explica principalmente por el limitado impacto de la depreciación del tipo de cambio en la inflación, la estabilidad de las expectativas de inflación medidas a través de los diferenciales entre las tasas nominales y las reales, por el retraso en la fecha esperada para el primer movimiento en la tasa de referencia de la Reserva Federal y por el menor crecimiento del sector real de la economía mexicana (Gráfica 14).

Gráfica 14
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

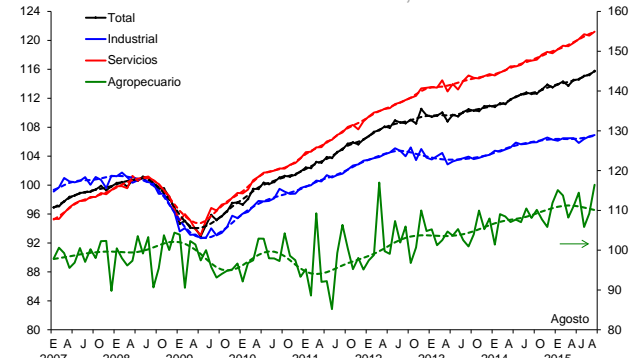
Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

La información más oportuna sugiere que en el tercer trimestre del año en curso la economía mexicana continuó registrando un moderado ritmo de crecimiento (Gráfica 15). En particular, la demanda externa mantuvo un bajo dinamismo, al tiempo que algunos componentes de la demanda interna mostraron cierta mejoría.

Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica



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

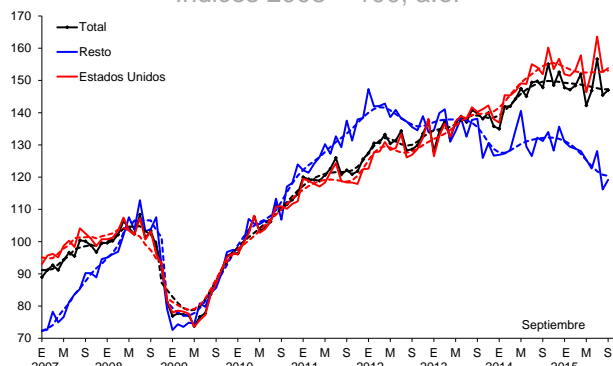
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Las exportaciones del sector manufacturero en el tercer trimestre del año en curso siguieron registrando un relativo estancamiento (Gráfica 16), no obstante la depreciación del tipo de cambio real del peso frente al dólar. En efecto, en congruencia con el desempeño desfavorable que ha mostrado la producción industrial en Estados Unidos, tanto las exportaciones automotrices, como las no automotrices a ese país registraron un bajo ritmo de crecimiento. Adicionalmente, la debilidad en la actividad productiva de países distintos de Estados Unidos que se ha venido observando desde hace varios trimestres condujo a que las exportaciones dirigidas a esos países hayan continuado exhibiendo una tendencia negativa.

En cuanto al gasto interno, algunos indicadores del consumo privado, como las ventas internas de vehículos ligeros y los ingresos de empresas comerciales, exhibieron un mayor dinamismo que el del trimestre anterior, en parte, como consecuencia de la evolución del mercado laboral, los bajos niveles inflacionarios y la mejoría en las remesas familiares.

Por su parte, la inversión fija bruta mantuvo un moderado dinamismo. Al respecto destaca que la inversión en construcción siguió presentando debilidad.

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

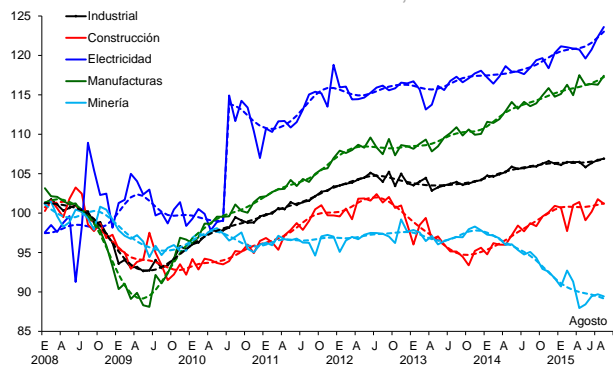


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

Respecto a la actividad económica por el lado de la producción, en el bimestre julio-agosto de 2015 el moderado ritmo de expansión que ha presentado la economía reflejó, en parte, el crecimiento de los servicios, ya que la producción industrial siguió exhibiendo un bajo dinamismo (Gráfica 17). En particular, las manufacturas continuaron incrementándose, en tanto que la construcción mantuvo un débil desempeño y la minería siguió mostrando una trayectoria negativa, influenciada por los bajos niveles de producción de petróleo.

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



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

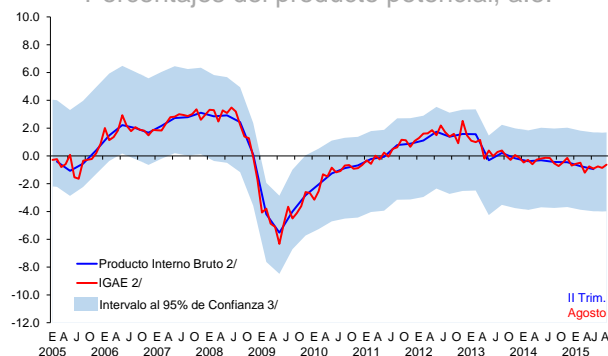
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

El moderado crecimiento que se ha observado en la actividad económica ha conducido a que no se hayan presentado presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas provenientes de la demanda agregada. En específico, la brecha del producto continúa en terreno negativo y prevalecen condiciones de holgura en el mercado laboral (Gráfica 18).

Gráfica 18
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 agosto de 2015.

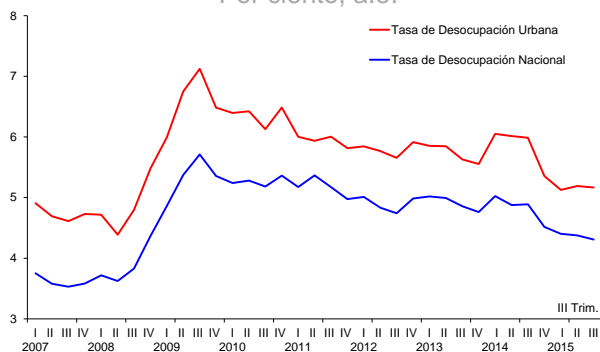
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

En el tercer trimestre del año en curso, persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral. En particular, en el periodo julio – septiembre tanto la tasa de desempleo nacional, como la urbana, registraron niveles similares a los reportados en el segundo trimestre y se mantienen en niveles superiores a los observados antes de la crisis (Gráfica 19). Sin embargo, el número de puestos afiliados al IMSS siguió mostrando un comportamiento favorable. En este contexto, los principales indicadores salariales continuaron exhibiendo incrementos moderados. Esto, junto con la evolución que ha presentado la productividad laboral, se ha reflejado en que los costos unitarios de la mano de obra se mantengan en niveles bajos (Gráfica 20).

Gráfica 19
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, a.e.

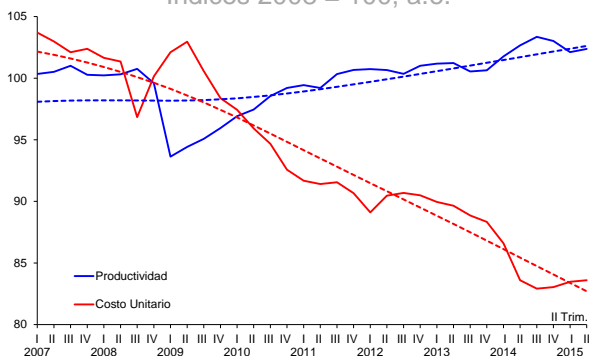


a.e. / Cifras con ajuste estacional. Las cifras trimestrales son promedios de los datos mensuales.

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

Gráfica 20
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}

Índices 2008 = 100, a.e.



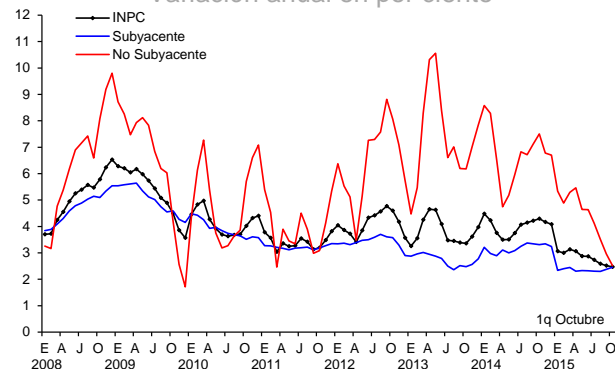
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

En lo que respecta al financiamiento al sector privado no financiero durante el tercer trimestre de 2015, si bien la canalización de recursos del exterior se desaceleró respecto del trimestre previo, el financiamiento interno creció a una tasa más elevada. Ello, se reflejó en un mayor dinamismo del financiamiento tanto a las empresas, como a los hogares. Sobre los costos de dicho financiamiento, mientras que las tasas de interés que enfrentaron las empresas se han incrementado –no obstante que se mantienen cerca de sus mínimos históricos–, las de los créditos a los hogares se han mantenido estables. Por último, los índices de morosidad apuntan hacia cierta mejoría en la calidad de los créditos de la banca, lo que aunado a lo anterior, sugiere que no ha habido presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Desde la última decisión de política monetaria, la inflación general anual se ha mantenido por debajo del objetivo de 3 por ciento, registrando nuevos mínimos históricos. La conducción de la política monetaria, un entorno de bajo crecimiento económico, así como de reducciones en los precios de insumos de uso generalizado, tales como los energéticos y las materias primas, así como los servicios de telecomunicación, han coadyuvado en el comportamiento favorable de la inflación. Dichos factores también han permitido que el ajuste en precios relativos asociado a la depreciación que experimentó la moneda nacional se haya reflejado, principalmente, en los precios de los bienes durables, sin que se hayan presentado hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. En particular, en agosto la inflación general anual se ubicó en 2.59 por ciento, disminuyendo a 2.47 por ciento en la primera quincena de octubre (Gráfica 21 y Cuadro 1).

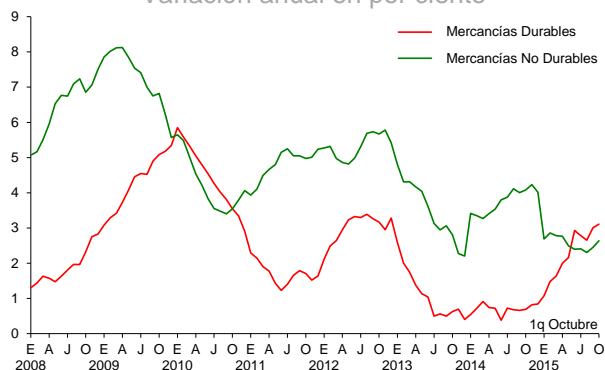
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

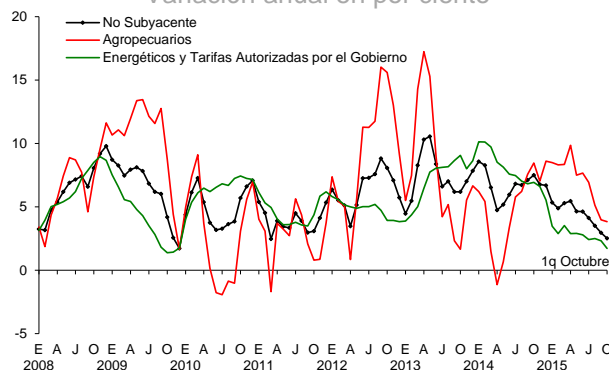
La inflación subyacente anual continúa en niveles bajos. No obstante, ha presentado cierto aumento al pasar de 2.30 a 2.46 por ciento entre agosto y la primera quincena de octubre (Gráfica 21 y Cuadro 1). Este comportamiento estuvo asociado, principalmente, al efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías no alimenticias, en particular sobre los precios de los bienes durables (Gráfica 22). En contraste, el subíndice de precios de los servicios mantuvo tasas de crecimiento anual bajas y estables por debajo de 3 por ciento (Gráfica 23).

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



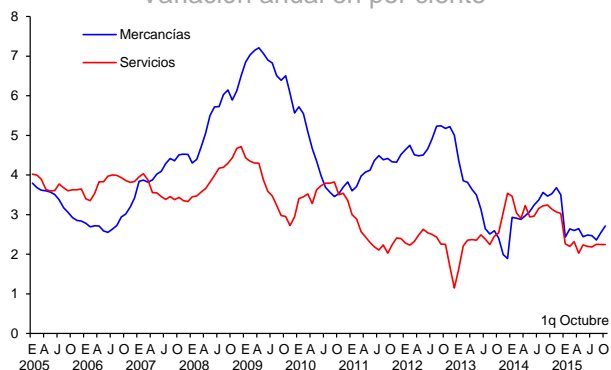
Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

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



La tasa de variación anual del componente no subyacente ha mantenido una tendencia a la baja, disminuyendo de 3.51 a 2.52 por ciento entre agosto y la primera quincena de octubre. Al interior de este componente, se han presentado menores tasas de variación anual tanto en el subíndice de precios de los productos agropecuarios, como en el de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno. Al respecto destacan las menores tasas de crecimiento en los precios de algunos productos pecuarios, así como en los precios de las gasolinas en relación al año previo (Gráfica 24 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 ligeramente, al pasar de 2.80 a 2.75 por ciento, entre la encuesta de agosto y la de septiembre. Mientras tanto, las correspondientes al cierre de 2016 y aquellas para horizontes de largo plazo permanecieron estables en 3.4 y 3.5 por ciento, respectivamente. 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) continúan alrededor de 3.2 por ciento.

Teniendo en consideración la holgura prevaleciente en la economía, se espera que en lo que resta de 2015 la inflación general y la subyacente se mantengan por debajo de 3 por ciento. Partiendo de los niveles bajos anticipados para el cierre de 2015, se prevé que ambos indicadores tomen una ligera tendencia al alza a lo largo de 2016 como reflejo del ajuste en precios relativos derivado de la depreciación de la moneda nacional y del desvanecimiento del efecto de algunos choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015, para ubicarse en dicho año en niveles cercanos a 3 por ciento. Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan, al alza, la posibilidad de que el peso retome una tendencia hacia la depreciación derivado de un nuevo deterioro en las condiciones en los mercados financieros internacionales. Como riesgos a la baja, destaca la posibilidad de que se continúen registrando reducciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado y un dinamismo de la actividad económica menor al previsto.

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

| Concepto | Diciembre 2014 | Agosto 2015 | 1q Octubre 2015 |
|--|----------------|-------------|-----------------|
| INPC | 4.08 | 2.59 | 2.47 |
| Subyacente | 3.24 | 2.30 | 2.46 |
| Mercancías | 3.50 | 2.36 | 2.71 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 5.31 | 2.09 | 2.32 |
| Mercancías no Alimenticias | 2.04 | 2.59 | 3.04 |
| Servicios | 3.03 | 2.25 | 2.24 |
| Vivienda | 2.14 | 2.07 | 1.98 |
| Educación (Colegiaturas) | 4.30 | 4.48 | 4.28 |
| Otros Servicios | 3.60 | 1.77 | 1.90 |
| No Subyacente | 6.70 | 3.51 | 2.52 |
| Agropecuarios | 8.61 | 5.14 | 3.83 |
| Frutas y Verduras | 0.10 | 7.88 | 6.78 |
| Pecuarios | 14.03 | 3.73 | 2.30 |
| Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno | 5.55 | 2.51 | 1.72 |
| Energéticos | 6.43 | 2.58 | 1.07 |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno | 3.88 | 2.39 | 2.91 |

Fuente: INEGI.

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

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

Todos los miembros destacaron que la actividad económica global ha continuado debilitándose. La mayoría mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial se ha deteriorado respecto de la decisión de política monetaria anterior, mientras que el correspondiente a la inflación permaneció sin cambio. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que ha continuado presentando un crecimiento moderado y considera que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la decisión previa. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que prevalecen 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. En cuanto a la evolución de la inflación, la mayoría destacó que ha mantenido su tendencia a la baja alcanzando niveles mínimos históricos 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, 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 a la reunión anterior de política monetaria.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica global ha continuado debilitándose. La mayoría atribuyó dicha debilidad a una modesta recuperación en las economías avanzadas y a una persistente desaceleración en las emergentes y agregó que esto se ha venido retroalimentando a través del menor dinamismo del comercio internacional y de los mercados financieros globales. Algunos mencionaron que se espera una mejoría gradual en los próximos años, sin embargo, uno de ellos añadió que estas perspectivas se han estado ajustando a la baja. La mayoría de los participantes concluyó que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se ha deteriorado y uno mencionó que este es a la baja.

La mayoría de los miembros destacó que la economía de Estados Unidos ha venido expandiéndose a un ritmo moderado, en parte como reflejo de la apreciación del dólar que afectó

primordialmente al sector manufacturero y de una menor demanda global, a lo que algunos agregaron que esto se ha dado a pesar del comportamiento favorable del consumo. Algunos señalaron que ciertas cifras económicas recientes han venido sorprendiendo a la baja. Respecto al mercado laboral, la mayoría destacó que continúa observándose una recuperación, aunque más lenta que en el pasado dada la desaceleración de la creación de empleos en los últimos meses. Un miembro agregó que a pesar de que la tasa de desocupación en Estados Unidos se ubica actualmente dentro del intervalo que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto consideran congruente con el nivel de largo plazo, esto se ha dado en un contexto de un menor ritmo de creación de empleos, ausencia de presiones salariales, una todavía baja tasa de participación laboral y elevados niveles de otras medidas amplias de desempleo. Este miembro apuntó que si bien se espera que en los próximos trimestres la economía de este país retome una senda de crecimiento por encima de su tendencia de largo plazo, no puede descartarse un comportamiento del sector industrial menos favorable a lo anticipado en virtud de la posibilidad de una apreciación adicional del dólar, la débil demanda externa y un potencial impacto adverso de la expectativa de bajos precios del petróleo por un periodo prolongado sobre la producción en ese sector. A lo anterior algunos agregaron que incluso las estimaciones de crecimiento para ese país se han venido revisando a la baja. En este contexto, la mayoría enfatizó que la inflación continúa en niveles bajos como reflejo de la evolución reciente de los precios de la energía y de la apreciación del dólar.

La mayoría de los miembros comentó que la Reserva Federal ha señalado que sus acciones futuras dependerán de la evolución de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación. También apuntó que ante la mayor divergencia de opinión entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto aumentó la incertidumbre respecto a la normalización de la política monetaria. Algunos mencionaron que el comunicado de política monetaria de octubre puede disminuir marginalmente las dudas sobre la proximidad del proceso de normalización. Sin embargo, uno comentó que todas las opciones quedan abiertas, por lo que es de esperar que las divergencias de opinión entre miembros del Comité continúen y otro destacó que la posibilidad de un incremento de las tasas a finales de este año podría venir acompañada de un nuevo periodo de nerviosismo en los mercados financieros internacionales. En este entorno, algunos miembros recalcaron que persisten discrepancias entre los

pronósticos de tasa de interés de analistas económicos, los implícitos en instrumentos de mercado y los de la Reserva Federal. Un miembro apuntó que la conducción de la política monetaria en Estados Unidos se ha complicado, independientemente del último anuncio de política monetaria, principalmente por dos factores. Por un lado, se ha incrementado la dificultad sobre la lectura del ciclo económico y sobre las condiciones de crecimiento de largo plazo. Por otro, el posible debilitamiento de la relación entre las condiciones del mercado laboral y la dinámica de la inflación, como típicamente lo plantea la Curva de Phillips, ya que se ha vuelto más complicado hacer inferencias acerca de la evolución de la inflación y sus perspectivas a partir de información del mercado laboral.

La mayoría de los miembros aseveró que las economías de otros países avanzados han tenido una recuperación lenta desde niveles deprimidos, explicando que se han visto afectadas por el menor dinamismo en las economías emergentes, en especial en China. La mayoría destacó el caso de Japón y la zona del euro, en donde los riesgos a la baja, tanto para crecimiento económico como para la inflación, han llevado a que se anticipe un mayor relajamiento monetario por parte de sus bancos centrales. Algunos integrantes también hicieron mención del Reino Unido, en donde cierta desaceleración de su actividad y los bajos niveles de inflación sugieren que la normalización de su tasa de referencia podría retrasarse.

Sobre las economías emergentes, todos los miembros concordaron que la actividad económica siguió perdiendo vigor a causa de la reciente desaceleración en China y el choque adverso sobre los términos de intercambio causado por la caída en los precios de las materias primas. A lo anterior, uno de ellos agregó la percepción de condiciones de financiamiento más astringentes una vez que comience el alza en la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal. Asimismo explicó que estos factores se han traducido en fuertes choques al tipo de cambio real y a las tasas de interés en la mayoría de estas economías. Otro añadió que a pesar de que se espera un fortalecimiento de la actividad económica en estos países, este sería modesto y con riesgos a la baja. La mayoría de los miembros hizo énfasis y ahondó sobre el caso de China. Al respecto, un miembro mencionó que se ha observado una desaceleración de la producción industrial y de la inversión, a lo que otro agregó que la tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre registró la menor cifra de expansión desde principios de 2009. Además alertó que, a pesar de que se espera una

desaceleración relativamente ordenada del crecimiento económico, no puede descartarse la posibilidad de un ajuste más pronunciado en esta economía ante el alto endeudamiento en algunos sectores y los riesgos que se observan en el mercado inmobiliario y en el sector manufacturero. Algunos miembros destacaron que dado lo anterior el banco central de China ha aumentado el estímulo monetario y se han aplicado medidas poco ortodoxas en los mercados de valores, mientras que otros miembros comentaron que a pesar de la implementación de dichas medidas, continúan existiendo fuertes problemas en el sistema financiero y en la salud de las finanzas públicas.

Algunos integrantes expresaron que a nivel mundial hay un entorno de baja inflación, y que inclusive en algunos países, en particular avanzados, se presentan todavía riesgos de deflación. La mayoría de los integrantes mencionó que en las economías emergentes, el comportamiento de la inflación ha sido diferenciado principalmente debido a que en algunos países el traspaso de la reciente depreciación cambiaria a los precios se ha traducido en un aumento de las expectativas de inflación. Uno de ellos destacó el caso de Perú, Colombia y Chile. La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación a nivel mundial permaneció sin cambio.

Sobre la política monetaria a nivel global, la mayoría aseveró que se espera que las condiciones monetarias permanezcan extraordinariamente acomodaticias en el futuro previsible. Un miembro argumentó que, a pesar de esto, existe una perspectiva de una mayor divergencia en la postura monetaria de las principales economías del mundo. En este sentido, algunos señalaron que ante el incremento en las expectativas de inflación en algunos países emergentes, sus bancos centrales restringieron su postura de política monetaria recientemente. Un miembro agregó que dada la fragilidad macroeconómica de algunos de estos países, no pueden descartarse alzas adicionales de sus tasas de referencia.

En este entorno, la mayoría de los miembros destacó que en los mercados financieros internacionales se percibió una menor volatilidad en las últimas semanas, e incluso se observó un mayor apetito por riesgo de inversionistas institucionales que derivó en un ajuste al alza en los precios de algunos activos que habían registrado pérdidas importantes durante el tercer trimestre. Ello en respuesta, principalmente, a la postergación de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, a las potenciales ampliaciones en los programas de compra de activos del Banco Central Europeo y del Banco de Japón así

como a las medidas adoptadas por el gobierno chino para estabilizar su mercado de valores. En este sentido, uno apuntó que en China el mercado de valores se ha estabilizado, lo que ha generado un impacto positivo en los mercados financieros internacionales. Por su parte, otro destacó que el dólar atenuó su tendencia de apreciación y se redujeron las tasas de interés a todos los plazos en Estados Unidos. Algunos miembros señalaron que la menor volatilidad ha permitido el reinicio de los flujos de capital de cartera a algunas economías emergentes y cierto fortalecimiento de sus monedas. Sin embargo, un integrante recalcó que en varias de ellas se han estado utilizando las reservas internacionales para hacer más ordenadas las salidas de capitales. Ello dada la menor profundidad de los mercados de dinero, el menor espacio fiscal y los problemas de agencia asociados a la posibilidad de un retiro abrupto de los grandes fondos de inversión en estas economías. Destacó que dos de los principales factores detrás de que no se hayan observado mayores salidas de capitales son, por un lado, que las tasas de interés de las economías avanzadas permanecen bajas, por lo que la búsqueda de rendimiento por parte de los inversionistas, aprovechando los diferenciales de tasas una vez controlando por el costo de cobertura cambiaria, sigue siendo atractivo. Por otro, posiblemente es más fácil liquidar posiciones en el mercado cambiario que en el mercado de renta fija, sobre todo en instrumentos de largo plazo. Ambos factores han contribuido a que la mayor parte del ajuste hasta ahora se haya dado a través de los tipos de cambio. Sin embargo, otro integrante añadió que se podría generar un cambio de actitud sobre el riesgo en las economías emergentes, dada la acumulación de vulnerabilidades en algunos de estos países, que a su vez genere ajustes de portafolios con repercusiones sobre los mercados financieros internacionales. Así, la mayoría enfatizó que todavía existe mucha incertidumbre debido a la falta de claridad sobre la fecha de inicio de la normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, la elusiva fortaleza de la zona del euro y vulnerabilidades significativas en algunas economías emergentes emblemáticas, tales como China y Brasil.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la actividad económica en México continúa mostrando un crecimiento moderado. Uno de ellos afirmó que este no es muy diferente al crecimiento promedio observado en los últimos 15 años. La mayoría apuntó que las exportaciones han perdido dinamismo y uno destacó en particular el caso de las automotrices, dada la desaceleración de la demanda externa, los

deprimidos precios del petróleo y la reducción de la plataforma de producción. Un integrante agregó que esto ha sucedido a pesar de la significativa depreciación real del peso. La mayoría señaló que la inversión ha mantenido un crecimiento bajo, destacando algunos integrantes que esto fue reflejo del lento crecimiento de la industria de la construcción. Al respecto, un miembro agregó que preocupa el continuado declive de la confianza empresarial. En contraste, la mayoría notó que el consumo sigue mostrando una tendencia al alza, apoyado por los bajos niveles de inflación y la evolución del mercado laboral. Algunos de ellos destacaron que el aumento en las remesas en términos reales en pesos y el financiamiento bancario también han impulsado el consumo. Por el lado de la oferta, algunos integrantes destacaron que el impulso reciente al PIB se explica primordialmente por el dinamismo del sector servicios. Por su parte, uno mencionó que la industria continuó siendo afectada por la caída en la producción minera y, en menor medida, por el debilitamiento de la construcción.

Algunos integrantes señalaron que es de esperarse que el ritmo de crecimiento de la actividad económica aumente de manera gradual en los próximos meses, estimulado tanto por la demanda interna como por la externa. Agregaron que la anticipada recuperación de la producción industrial estadounidense y la depreciación del tipo de cambio se traducirían en una recuperación de las exportaciones manufactureras. Adicionalmente, uno de ellos destacó que la expansión del consumo se vería favorecida por la trayectoria ascendente de la masa salarial, en tanto que el gradual fortalecimiento de la confianza y los resultados iniciales de las reformas estructurales estimularían la inversión privada. En este contexto, la mayoría coincidió en que prevalecen condiciones de holgura en la economía en su conjunto y en el mercado laboral, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada, ni de los mercados de insumos. Uno de ellos destacó que se prevé que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo cuando menos hasta finales de 2016.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto de la decisión previa de política monetaria. Entre los riesgos a la baja, algunos integrantes afirmaron que no se puede descartar una evolución menos sólida de lo anticipado del sector industrial de los Estados Unidos. A lo anterior, agregaron la todavía frágil confianza de los consumidores y empresarios, un nuevo descenso de la producción petrolera y los problemas recientemente observados en una de las

empresas manufactureras más importantes de la industria automotriz. Uno de ellos mencionó que la debilidad del sector de la construcción y la posibilidad de nuevos períodos de volatilidad en los mercados financieros internacionales también podrían incidir negativamente en la actividad económica de México.

Todos los miembros destacaron que la inflación ha mantenido su tendencia a la baja, alcanzando niveles mínimos históricos. La mayoría destacó que a este desempeño contribuyeron la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos sobre los precios al consumidor que han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como los energéticos y algunas materias primas, junto con la caída de los precios de los servicios de telecomunicaciones. Un miembro agregó que algunas de estas reducciones están relacionadas con las reformas estructurales. La mayoría de los miembros señaló que la reducción en la inflación ha obedecido fundamentalmente a la caída de la inflación no subyacente, si bien destacó que la inflación subyacente se ha mantenido por debajo de 3 por ciento. Adicionalmente, un integrante puntualizó que se ha observado una convergencia de las mediciones de inflación general, subyacente y no subyacente, evento que no sucede con frecuencia. La mayoría de los miembros apuntó que, hasta ahora, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido muy bajo y 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 y que el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real se está dando de manera ordenada y gradual.

La mayoría de los integrantes consideró que las expectativas para la inflación al cierre de 2015 continúan disminuyendo a niveles por debajo de 3 por ciento, mientras que las correspondientes a horizontes de largo plazo permanecen bien ancladas. En particular, algunos miembros recalcaron que las derivadas de instrumentos de mercado continúan muy cerca de 3 por ciento. Por su parte, un integrante indicó que las expectativas de inflación para el cierre de 2016 provenientes de encuestas siguen corrigiéndose moderadamente al alza, acercándose a 3.5 por ciento, y que las expectativas de mediano plazo se mantienen estables en torno a este mismo valor. Resaltó que el hecho de que las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentren por arriba de 3 por ciento, sugiere un espacio pendiente de consolidación de la inflación en la meta del Banco de México. En respuesta, otro integrante señaló que

sería necesario especificar que esta aseveración se basa en las expectativas recabadas a través de encuestas. Explicó que, como resultado de diferencias en los incentivos de los agentes, 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 consideró que estas últimas dan una mejor señal de las expectativas de inflación. Sobre el mismo tema, algunos miembros señalaron que las expectativas de inflación obtenidas a través de instrumentos de mercado presentan dificultades en su estimación, entre otros motivos, dada la existencia de primas de riesgo difíciles de identificar. Uno de ellos agregó que no considera conveniente desechar por completo el carácter de señal que pudiera tener la persistencia de las expectativas de inflación basadas en encuestas a analistas por arriba del 3 por ciento. Otro miembro recalcó 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. Algunos concluyeron señalando que, ante las limitaciones que presentan las distintas mediciones de las expectativas de inflación, es necesario monitorear todo el universo de información e identificar si los distintos indicadores apuntan a una misma conclusión.

La mayoría de los integrantes mencionó que, teniendo en consideración las condiciones de holgura previstas para la economía en los siguientes meses, se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente se mantengan por debajo de 3 por ciento durante el resto del año. Para 2016, se estima que ambas medidas de inflación observen un incremento, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento. Señaló que lo anterior reflejaría 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. Un integrante destacó que las variaciones mensuales anualizadas de la inflación subyacente, tanto la de mercancías como la de servicios, se han ubicado todo el año por arriba de las variaciones anuales, por lo que, agregó, es de esperarse que una vez que se disipen los efectos base que han favorecido a la inflación se observe un repunte en las variaciones anuales de la inflación subyacente. No obstante, la mayoría de los integrantes puntualizó que si bien la reversión de los choques señalados tendrá un efecto aritmético al alza sobre la inflación, esto no representa un deterioro generalizado de la dinámica

de formación de precios, por lo que no debería representar un problema para la inflación.

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. 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 se podría manifestar en la dinámica de formación de precios y de sus expectativas. Un miembro señaló que este riesgo es particularmente importante a la luz de la incertidumbre sobre el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, y otro agregó que existe el riesgo de que conforme la actividad económica se fortalezca, el traspaso del tipo de cambio a los precios aumente. Un integrante subrayó que este mayor traspaso podría implicar efectos de segundo orden sobre los precios. Profundizando en el riesgo de traspaso de movimientos cambiarios a los precios, un integrante mencionó que si bien dicho riesgo está presente, dado que actualmente no hay financiamiento inflacionario de las finanzas públicas, no tendría por qué observarse un traspaso alto de movimientos del tipo de cambio a movimientos en los precios de bienes comerciables y más importante, efectos posteriores sobre los precios de los bienes no comerciables, como ocurrió en México en décadas pasadas. Asimismo, explicó que el bajo traspaso que tenemos hoy en día obedece a factores fundamentales como el anclaje de las expectativas de inflación, la política fiscal y la estructura de las exportaciones. Asimismo añadió que la brecha del producto también influye en el referido traspaso. Por su parte, otro miembro comentó que diversas economías tienen una brecha negativa y un traspaso considerable, por lo que sostuvo que la brecha del producto no es el principal motivo del bajo traspaso en México. Argumentó que la explicación de lo anterior puede encontrarse en el sólido anclaje de las expectativas de inflación que distingue a México de otras economías. Como riesgo adicional al alza, algunos integrantes destacaron también la posibilidad de que se revierta la tendencia descendente que recientemente ha mostrado la inflación no subyacente, en particular en los precios de productos agropecuarios y energéticos. Uno de ellos reconoció que, si bien el impacto de este tipo de choques generalmente no tiene efectos sobre las expectativas de inflación de largo plazo, su incidencia en el corto plazo sí puede convertirse en un obstáculo para lograr la convergencia de las expectativas a la

meta de inflación de 3 por ciento. Como un factor a considerar hacia adelante, un miembro alertó sobre el posible surgimiento de presiones de demanda agregada, tomando en cuenta el carácter no observable del producto potencial de la economía. Dicho integrante enfatizó que, ante los riesgos señalados, el desempeño favorable de la inflación enfrentará desafíos en los próximos años, por lo que deben mantenerse los esfuerzos para consolidar la convergencia de la inflación a su meta. 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 la depreciación que acumuló en los meses previos y que continúen registrándose reducciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones y algunos energéticos. Un miembro puntualizó que, de acuerdo con la experiencia internacional, mantener un sector de telecomunicaciones competitivo ha sido un elemento de fundamental importancia para mantener inflaciones bajas y estables hasta por 15 años o más. La reforma de dicho sector en México debería pues inducir una caída sostenida en los referidos precios relativos. Por esta razón concluyó que hacia adelante, las reducciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones pueden ser un soporte importante para la inflación en México.

Respecto al comportamiento de los mercados financieros en México, la mayoría de los miembros coincidió en que recientemente la cotización del peso frente al dólar mostró una ligera apreciación y menor volatilidad. Asimismo, subrayó que las tasas de interés prácticamente en todos los plazos mostraron una disminución al tiempo que no se ha observado una reducción neta de posiciones en bonos del Gobierno Federal por parte de inversionistas institucionales. Uno de ellos destacó que el ajuste de los mercados financieros en México se ha dado de manera ordenada y con menores costos que en otras economías emergentes, debido a la solidez de los fundamentos macroeconómicos, a la fortaleza de su sistema financiero y a los esfuerzos de ajuste estructural enfocados a incrementar el crecimiento potencial de la economía. Un miembro comentó que se deben seguir utilizando y calibrando, según las circunstancias, los mecanismos de provisión de liquidez al mercado cambiario para reducir la prima por riesgo cambiario. Sobre este punto, otro mencionó que dichos mecanismos deben evaluarse a la luz de la evolución de los acontecimientos externos y de las acciones de política monetaria en México, para lograr un equilibrio entre su contribución a un funcionamiento ordenado del mercado

cambiario y el mantenimiento de niveles adecuados de reservas internacionales. La mayoría destacó que hacia adelante es posible que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se vuelva a elevar. En este sentido, uno de ellos advirtió que el periodo actual de relativa tranquilidad debe considerarse como transitorio y que de no cerrarse la divergencia de las expectativas sobre el inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos entre analistas, miembros de la Reserva Federal y las extraídas de instrumentos de mercado, el riesgo de que un aumento en la tasa de fondos federales sorprenda a los mercados y dé lugar a una nueva etapa de turbulencia sería elevado. Asimismo, mencionó que incluso de no aumentarse la tasa de fondos federales a fin de año, el riesgo de periodos de mayor volatilidad seguirá latente en la medida en que persista la expectativa de un aumento en dicha tasa, independientemente de que otros factores, como la situación de China, puedan afectar también las condiciones en los mercados. Otro alertó que una mayor volatilidad internacional podría inducir un ajuste de acervos en los portafolios de los inversionistas y afectar la cotización del peso mexicano frente al dólar. Otro miembro reconoció que una volatilidad elevada puede ser perjudicial para los agentes económicos, principalmente para los consumidores, dada la incertidumbre que genera y la aversión al riesgo de estos últimos. Añadió que una parte de la volatilidad, la asociada al riesgo cambiario, puede ser cubierta dada la existencia de mercados de derivados profundos, pero otra parte, aquella asociada al diferencial de tasas de interés, es la que genera mayor preocupación. No obstante, aclaró que el efecto adverso de una mayor volatilidad no necesariamente se da mediante una mayor inflación y que de hecho la depreciación del tipo de cambio real ha sido ordenada en México.

Ante la posibilidad de que la complejidad del entorno externo se mantenga durante un periodo prolongado, la mayoría coincidió en que es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en nuestro país, para lo cual será necesario concretar los esfuerzos recientemente planteados en el ámbito fiscal, ajustar la postura de política monetaria de ser necesario e implementar adecuada y oportunamente las reformas estructurales. Uno de ellos agregó que un ajuste fiscal intertemporal, además de liberar presiones a lo largo de toda la curva de rendimientos y sobre las distintas primas de riesgo, también propiciaría una depreciación eficiente del tipo de cambio real. Asimismo, argumentó que en la medida en que las reformas estructurales aumenten el crecimiento potencial de la economía se revertiría la depreciación

del tipo de cambio real hacia una apreciación de equilibrio.

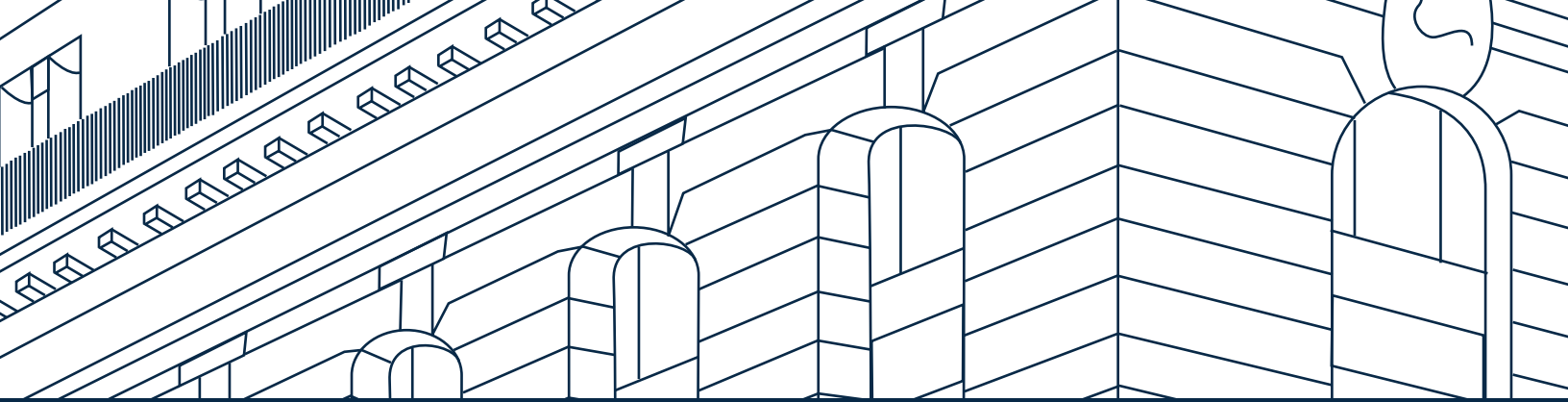
La mayoría de los miembros mencionó que la postura de política monetaria ha sido congruente con la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento y ha contribuido a que la inflación haya mantenido una tendencia a la baja, alcanzando mínimos históricos. Un integrante argumentó que las condiciones internas de la economía, particularmente la trayectoria reciente y esperada de la inflación, el anclaje de sus expectativas, la posición cíclica de la economía y el bajo traspaso de movimientos cambiarios a los precios, no justifican una modificación de la postura de política monetaria. No obstante, consideró que dada la perspectiva de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, existe la posibilidad de una mayor volatilidad y que los mercados financieros se anticipen al aumento en la tasa de fondos federales. Lo anterior podría dar lugar a movimientos de capitales y ajustes desordenados en dichos mercados que pongan en riesgo no solo la inflación sino también la estabilidad financiera. Ello dado el grado de apertura de la economía mexicana y el monto de la inversión extranjera en valores gubernamentales denominados en pesos. En este escenario de volatilidad, argumentó que la política monetaria tendría que ajustarse en México antes que en los Estados Unidos y precisó que dicho ajuste tendría un carácter reactivo y no preventivo. Asimismo, agregó que de no materializarse dicho escenario, entonces el de mayor probabilidad sería uno de apretamiento monetario en México inmediatamente después del aumento en la tasa de política en Estados Unidos. Ello para enfrentar el riesgo de un deterioro de la confianza y presiones en los mercados financieros, particularmente considerando la atención que se ha dado al primer incremento en la tasa de referencia de aquel país. Algunos miembros señalaron que ajustar la tasa de política monetaria antes que la Reserva Federal no sería conveniente, ya que dicho movimiento sería ineficiente y con elevados costos. Uno de ellos hizo tres consideraciones sobre la política monetaria. Primero, explicó que un concepto fundamental para la política monetaria y que ancla su comportamiento cíclico, es la tasa neutral de interés, la cual se puede ver afectada por diversos factores y puede cambiar a lo largo del tiempo, lo que complica su lectura. Mencionó que si bien hay incertidumbre sobre el valor de esta tasa, ante las condiciones inflacionarias más favorables en décadas y una prima por riesgo inflacionario en mínimos históricos, hay razones para pensar que esta ha disminuido en México. Segundo, dada la incertidumbre sobre el valor de la tasa neutral de interés, diversos estudios

recientes han argumentado que la política monetaria debe presentar un mayor grado de inercia. Tercero, respecto a las condiciones monetarias relativas entre México y Estados Unidos, precisó que en particular deben monitorearse los diferenciales de tasas, comenzando con las de referencia entre ambos países. Explicó que diversos ejercicios muestran que para un conjunto de economías emergentes los flujos de capital son muy sensibles en la alta frecuencia al diferencial de tasas ajustado por el costo de cobertura cambiaria y en la baja frecuencia al diferencial de tasas. Dadas estas tres consideraciones, concluyó que es deseable esperar a la decisión de la Reserva Federal para incorporar dicha información en el proceso de decisión de la política monetaria en México.

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 de la economía siguen mostrando debilidad, la inflación general ha continuado descendiendo y se espera que se mantenga por debajo del objetivo durante 2015, la inflación subyacente 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 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 a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios del consumidor, 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 12 de noviembre de 2015

