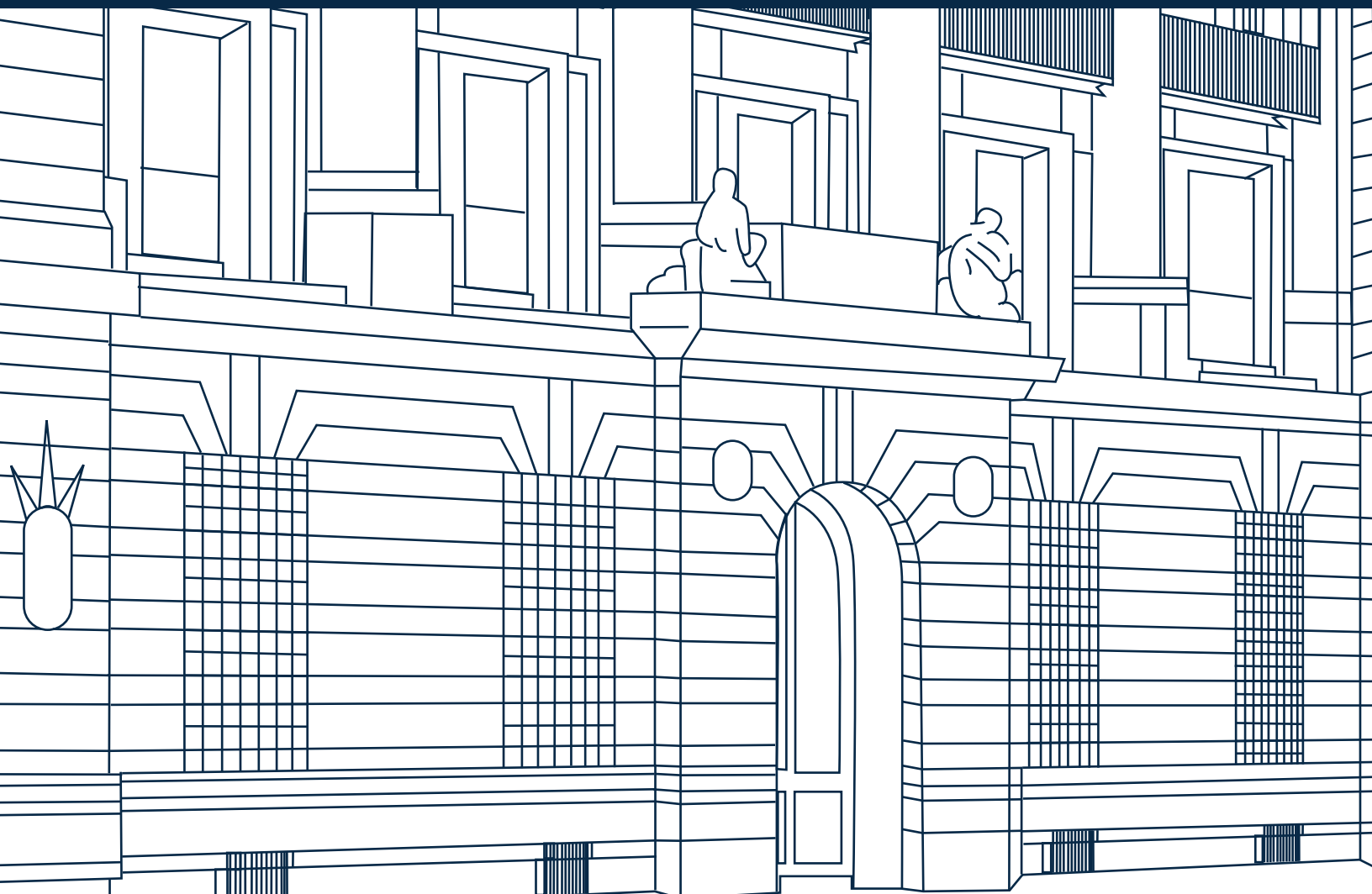


BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 36

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 4 de junio 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:** jueves 4 de junio 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. 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 presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

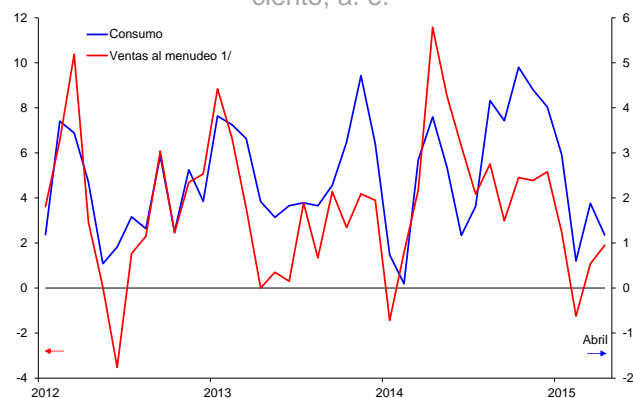
### 2.1. Perspectiva económica internacional

La información disponible para el segundo trimestre apunta a un ritmo de crecimiento moderado de la actividad mundial. En las economías avanzadas, pese a su continua recuperación, algunos indicadores recientes han resultado menos vigorosos de lo esperado. Por su parte, en las economías emergentes el ritmo de actividad ha continuado disminuyendo, destacando el caso de China.

En Estados Unidos, después de la contracción del PIB en el primer trimestre del año, motivada en parte por factores transitorios, los indicadores oportunos apuntan a una moderada recuperación en el segundo trimestre. El consumo privado, medido por las ventas al menudeo, creció al inicio del segundo trimestre a una tasa menor a la esperada. Sin embargo, sus perspectivas se mantienen favorables dado el incremento del ingreso disponible, condiciones financieras favorables y un aumento en la confianza del consumidor (Gráfica 1). Por su parte, la gradual normalización en el tráfico de contenedores en los puertos de la costa oeste previamente afectados por conflictos laborales, sugiere que parte de la fuerte contribución negativa de las exportaciones netas observada al inicio del año podría al menos mitigarse durante el segundo trimestre. Adicionalmente, la reciente mejoría en algunos indicadores del mercado de vivienda sugiere una aportación ligeramente positiva de la inversión residencial. Sin embargo, en respuesta a la disminución en el precio del petróleo, la continua contracción en las plataformas activas de petróleo y gas apuntan a que la inversión en estructuras y la actividad minera seguirán siendo un lastre para el crecimiento en el segundo trimestre. Adicionalmente, los indicadores prospectivos apuntan a que la actividad manufacturera seguirá siendo afectada por la apreciación generalizada del dólar.

**Gráfica 1**  
**EUA: Ventas al Menudeo y Gasto Real en Consumo**

Variación sobre tres meses anualizada en por ciento, a. e.

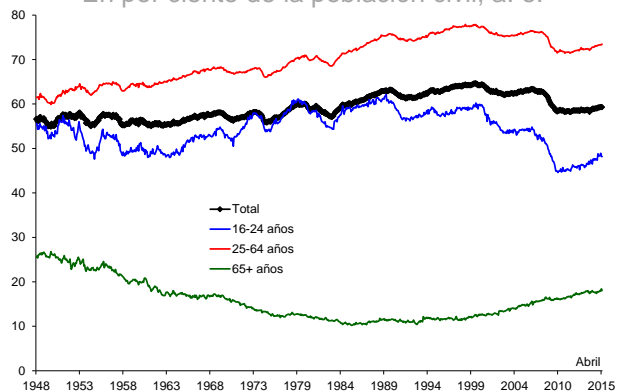


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Excluye automóviles y gasolina.  
Fuente: Census Bureau y BEA.

Las condiciones del mercado laboral en Estados Unidos continúan mejorando en un entorno en el que no se han presentado presiones al alza sobre los salarios. En abril, la nómina no agrícola registró una ganancia de 223 mil plazas, mientras que la tasa de desempleo se redujo a 5.4 por ciento. No obstante, otros indicadores de subutilización de la fuerza laboral, particularmente entre la población más joven, revelan que prevalece holgura en el mercado de trabajo (Gráfica 2).

**Gráfica 2**  
**EUA: Razón Empleo a Población por Grupo de Edad**

En por ciento de la población civil, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaborado por Banco de México con Información de BLS.

En la zona del euro, la expectativa de un fortalecimiento de la demanda interna a raíz de la política monetaria más acomodaticia se ha traducido en mejores perspectivas de crecimiento para este y los próximos años, sugiriendo una recuperación gradual en la región. Sin embargo, persisten riesgos a la baja relacionados con una baja productividad, la vulnerabilidad de las cuentas fiscales en varios países y la situación en Grecia.

El panorama para las economías emergentes continúa debilitándose, destacando la desaceleración de China que se ha prologado al segundo trimestre del año. En este contexto, las autoridades de este país han implementado medidas adicionales de relajamiento monetario y fiscal para apuntalar el crecimiento.

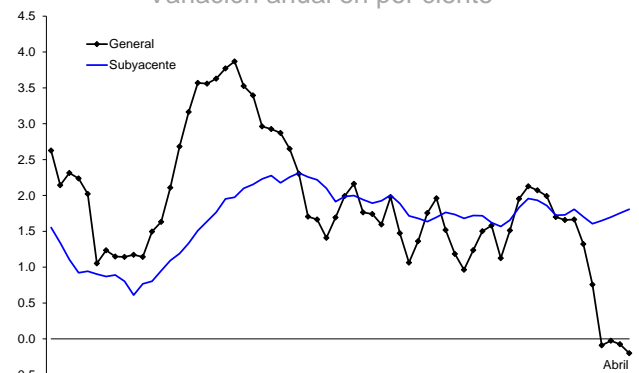
Con respecto a los precios de las materias primas, en las últimas semanas los correspondientes a los energéticos siguieron recuperándose. El avance en los precios del petróleo se ha atribuido a expectativas de una mejora en la demanda global, a riesgos geopolíticos en países productores del Medio Oriente, así como a la proyección de una menor oferta de petróleo tipo "lutitas" en Estados

Unidos. En contraste, los precios de los granos permanecieron en niveles bajos ante las perspectivas favorables de oferta y los elevados niveles de inventarios. De igual forma, los precios de los metales se mantuvieron deprimidos debido a una menor demanda mundial.

El moderado incremento en los precios del petróleo ha contribuido a una estabilización de la inflación mundial y a un ligero aumento en sus expectativas, si bien éstas permanecen en niveles muy bajos. En Estados Unidos, la inflación general anual se ubicó en -0.2 por ciento en abril (Gráfica 3). En la zona del euro, la inflación anual abandonó el terreno negativo, al ubicarse en 0.3 por ciento en mayo. No obstante, las expectativas de mediano plazo aún se encuentran por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). En las economías emergentes, la evolución de la inflación continúa siendo diferenciada, dependiendo, entre otros factores, de la debilidad de la demanda interna y la depreciación de las monedas de los respectivos países.

**Gráfica 3**  
**EUA: Índice de Precios al Consumidor General y Subyacente**

Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

En este entorno, han prevalecido posturas monetarias acomodaticias tanto en economías avanzadas como emergentes y se espera que estas condiciones continúen en los próximos meses. La Reserva Federal ha seguido enfatizando que el primer incremento en su tasa de referencia, así como el ritmo de aumentos subsecuentes, dependerán de la evolución de la actividad económica, el mercado laboral y la inflación. Por su parte, los participantes en los mercados anticipan que el primer incremento en la tasa de referencia probablemente tenga lugar hacia finales de este año y que el ritmo de aumentos subsecuentes será gradual.

Por su parte, el BCE ha destacado la contribución del relajamiento monetario a la reducción de los riesgos de un periodo prolongado de baja inflación y a la mejoría de las condiciones financieras de la región. Asimismo, reafirmó su compromiso con la plena implementación de su programa de compra de activos hasta septiembre de 2016, o hasta que se observe un ajuste sostenido en la trayectoria de inflación, consistente con su objetivo de mediano plazo. Adicionalmente, se destacó que en caso de que las circunstancias cambien, el diseño del programa provee suficiente flexibilidad para adaptarse como ha sido el caso con la decisión de adelantar y retrasar compras de valores para responder a los patrones de estacionalidad en este año.

## 2.2. Evolución financiera reciente

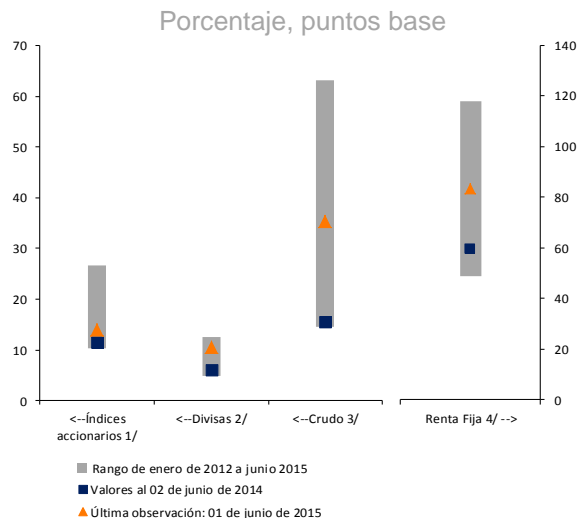
### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La incertidumbre que prevalece en torno a la normalización de la política monetaria de Estados Unidos y los problemas en Grecia, así como el ajuste en la composición de diversos portafolios de inversión considerados de carácter más especulativo, se han traducido en niveles de volatilidad persistentemente elevados en los mercados financieros internacionales. Así, en las últimas semanas los indicadores de volatilidad en los mercados de divisas permanecieron en niveles altos, mientras que la volatilidad de los mercados de tasas de interés ha registrado un incremento adicional (Gráfica 4).

El aumento en la volatilidad fue particularmente notorio en los mercados de renta fija en donde se observó un fuerte incremento de las tasas de interés de bonos soberanos de los principales países desarrollados.

En efecto, las tasas de interés de largo plazo en varios países de la zona del euro aumentaron alrededor de 40 puntos base ante mejores perspectivas económicas para la región, la significativa reducción de riesgos de deflación y la liquidación de posiciones especulativas de corto plazo construidas a principios de año, ante el inicio del programa de compra de bonos gubernamentales del Banco Central Europeo. Vale la pena mencionar que dichas posiciones habían llevado a las tasas de interés a niveles históricamente bajos e incluso negativos, lo cual parecía poco sostenible y susceptible de una rápida corrección (Gráfica 5).

**Gráfica 4**  
Rango de la volatilidad implícita de activos seleccionados desde 2012



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

1/ VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500.

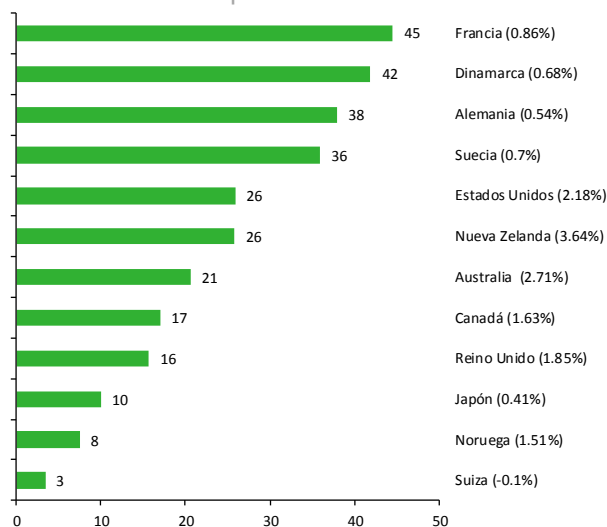
2/ CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%

3/ OVX ("CBOE Crude Oil Volatility Index"): Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo.

4/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones "at the money" a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch/Bank of America.

**Gráfica 5**  
Cambio en las tasas de interés del bono gubernamental con vencimiento a 10 años de países seleccionados

Cambio del 27 de abril al 1° de junio de 2015; puntos base

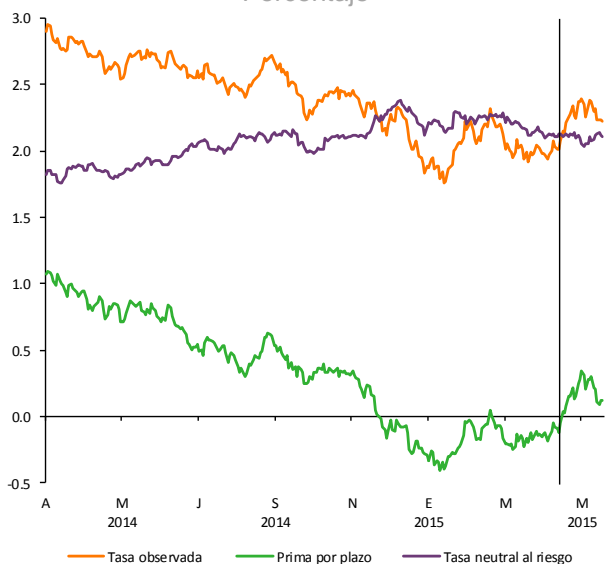


Fuente: Bloomberg.

Nota: Los números entre paréntesis representan el nivel de la tasa de interés al 1ro de junio de 2015.

Asimismo, el aumento de las tasas de interés de valores de las principales economías avanzadas parece ser resultado de la descompresión de las bajas primas por plazo que prevalecen en los mercados de renta fija (Gráfica 6), así como del reciente incremento de los precios del petróleo y el consecuente repunte de las expectativas de inflación (Gráfica 7). Finalmente, el importante aumento en la emisión de deuda por parte del sector corporativo en las últimas semanas también contribuyó al alza de las tasas de interés en los mercados internacionales.

**Gráfica 6**  
**Descomposición de la tasa de interés de 10 años de las notas del Tesoro de Estados Unidos: tasa neutral al riesgo y prima por plazo**  
 Porcentaje



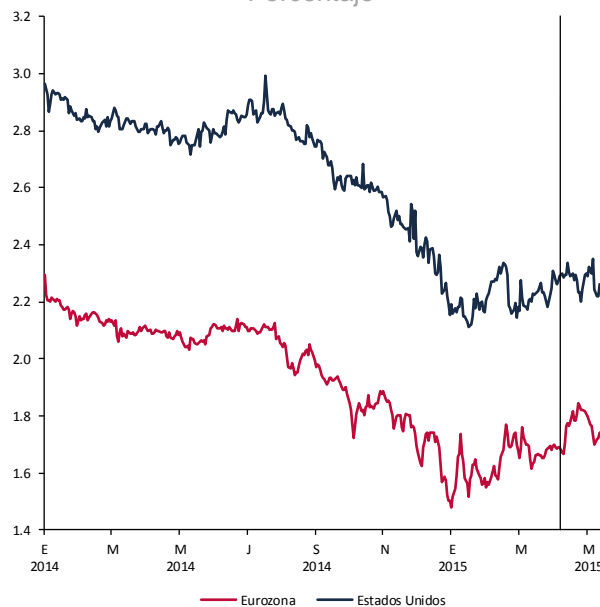
Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

Nota: Con base al documento "Pricing the term structure with linear regressions" publicado por T. Adrian, R. K. Crump y E. Moench (2012), el banco de la Reserva Federal de Nueva York publica datos diarios de la prima por plazo. El objetivo del modelo es obtener el precio de cada bono consistente únicamente con las expectativas de la trayectoria de la tasa de corto plazo y así obtener su respectiva tasa neutral al riesgo. Posteriormente, a la tasa observada en el mercado se le extrae la tasa neutral al riesgo para obtener la prima por plazo.

La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Por otro lado, en los mercados cambiarios, el dólar detuvo la apreciación generalizada que había mostrado desde mediados del año pasado debido, entre otros factores, a la expectativa de que el inicio de la normalización de la tasa de referencia de la Reserva Federal se postergue hacia finales de 2015 (Gráfica 8).

**Gráfica 7**  
**Expectativas de inflación implícitas en los swaps\* de inflación a cinco años en cinco años para la Eurozona y Estados Unidos**  
 Porcentaje

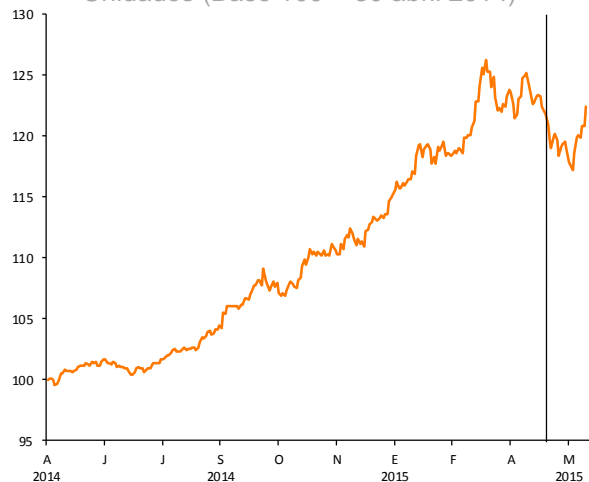


Fuente: Bloomberg.

\*Swap de inflación: es un contrato por el cual una de las partes se compromete a pagar la tasa esperada de inflación (tasa fija) y recibir la tasa de inflación realizada durante el período (tasa variable).

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

**Gráfica 8**  
**Índice del dólar norteamericano (DXY\*)**  
 Unidades (Base 100 = 30 abril 2014)



Fuente: Bloomberg.

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

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

Por último, los índices accionarios, exhibieron un comportamiento menos favorable al observado durante los primeros meses del año. En particular, las bolsas de los países de la zona del euro tuvieron caídas de alrededor de 5% respondiendo al incremento de las tasas de interés en la región y a la continuación de la crisis fiscal en Grecia (Tabla 1).

**Tabla 1**  
**Variación porcentual de índices accionarios seleccionados**

Índice Accionario	Variación porcentual del 27 de abril al 1 de junio de 2015	Variación porcentual del 31 de diciembre de 2014 al 1 de junio de 2015
Europa (EuroStoxx 50)	-5.2%	13.6%
Reino Unido (FTSE 100)	-2.1%	5.9%
Estados Unidos (S&P 500)	0.1%	2.6%
Japón (Nikkei 225)	2.9%	17.9%

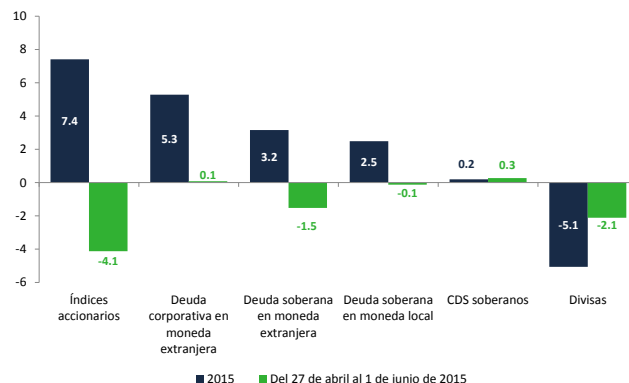
Fuente: Bloomberg

En cuanto a los factores de riesgo que podrían afectar la evolución de los mercados hacia adelante, el principal sigue siendo una posible sorpresa en torno al inicio del ciclo de alzas de tasa de interés en Estados Unidos. No obstante, un debilitamiento de la actividad económica en algunos países, particularmente en China, la falta de resolución de la crisis fiscal de Grecia, y eventos de riesgo geopolítico también podrían ocasionar nuevos periodos de inestabilidad financiera, los cuales se podrían acentuar ante la aparente disminución de la liquidez y profundidad de los mercados en meses recientes.

### 2.2.2. Mercados emergentes

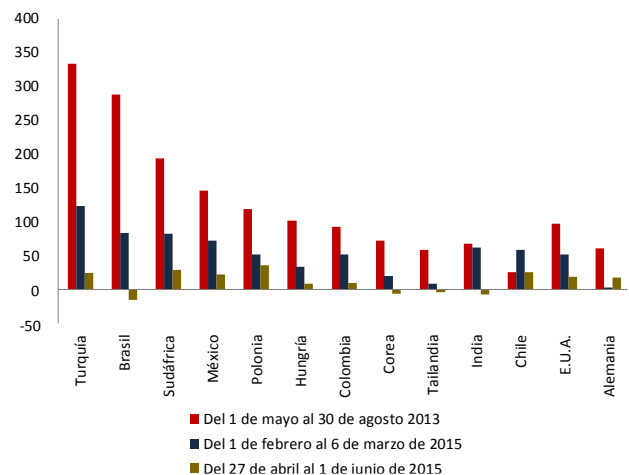
Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros de países emergentes observaron un desempeño moderadamente negativo, en un ambiente en el que también prevalecieron niveles elevados de volatilidad (Gráfica 9). No obstante lo anterior, destacó que la magnitud de estos ajustes fue menor a la que se ha observado en episodios similares a éste, en donde se registraron incrementos importantes en las tasas de interés de los países desarrollados (Gráfica 10).

**Gráfica 9**  
**Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes**  
Por ciento



\*Nota: Se presentan los índices JPMorgan de mercados emergentes para medir el desempeño de las divisas y tasas de bonos gubernamentales en moneda local. En el caso de la divisas se utilizó el índice EMCI, y para las tasas de interés el índice GBI-EM. Para los índices accionarios se muestra el desempeño del índice MSCI en moneda local de mercados emergentes. Para el caso de los CDS Corporativos se utiliza el índice CDX. Fuente: JP Morgan y Bloomberg.

**Gráfica 10**  
**Cambio en la tasa de interés del swap a plazo de 5 años de países seleccionados**  
Puntos base

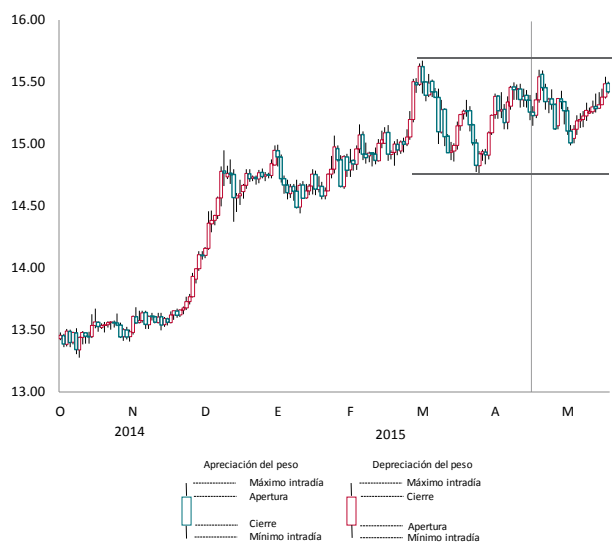


Nota: El primer periodo (color rojo) incluye los meses de mayo a agosto de 2013 en los cuales se observaron lo movimientos más importantes en los mercados de renta fija asociados al "Taper Talk". El segundo periodo (en color azul) incluye la publicación de cifras sólidas de la nómina no agrícola para los meses de enero (publicada el 6 de febrero) y para febrero (publicada el 6 de marzo) que tuvo como resultado un importante incremento en las tasas de interés en Estados Unidos. Finalmente el último rango de fechas se refiere al periodo actual de análisis. Fuente: Bloomberg.

### 2.2.3. Mercados en México

Los activos financieros en México no fueron ajenos a la mayor volatilidad observada en los mercados financieros globales, por lo que también mostraron un desempeño moderadamente negativo. Así, desde la última reunión de política monetaria a la fecha el peso se depreció ligeramente frente al dólar (Gráfica 11), aunque mostró un mejor desempeño relativo al observado en otras divisas comparables (Gráfica 12). Asimismo, destacó que las condiciones de liquidez en el mercado cambiario nacional fueron buenas y los movimientos en los precios fueron ordenados.

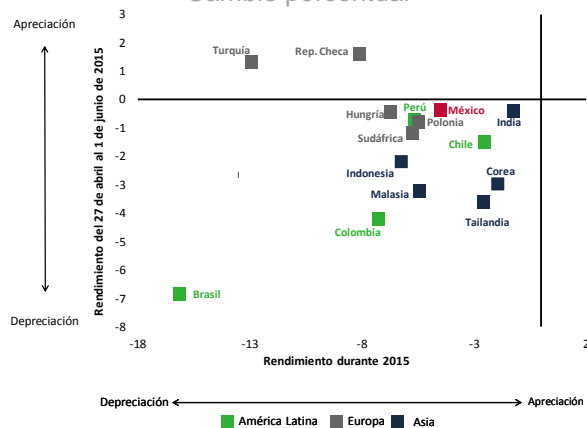
**Gráfica 11**  
Tipo de cambio peso mexicano-dólar  
Pesos por dólar



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

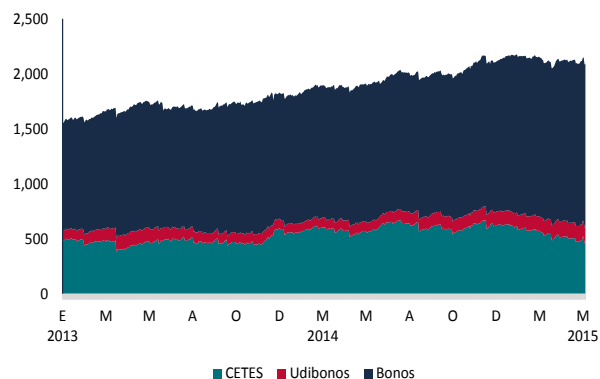
En este contexto, durante mayo la posición larga en pesos de corto plazo en manos de inversionistas extranjeros se redujo nuevamente alcanzando los niveles más bajos del año. En contraste, la tenencia de estos inversionistas en instrumentos de mediano y largo plazo continuó incrementándose e incluso alcanzó niveles máximos históricos (Gráfica 13).

**Gráfica 12**  
Variaciones del peso mexicano y otras divisas emergentes frente al dólar  
Cambio porcentual



Fuente: Bloomberg.

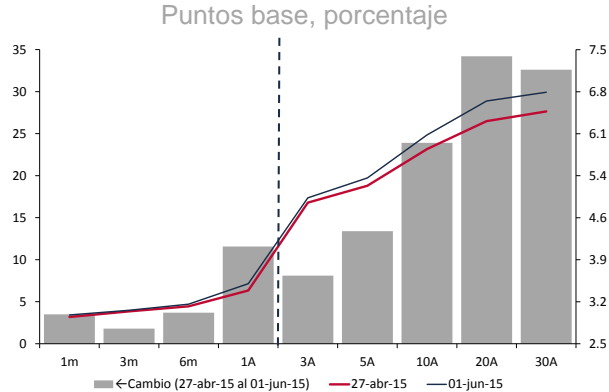
**Gráfica 13**  
Tenencia de extranjeros en valores gubernamentales  
Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México e Indeval.

En lo que respecta a las tasas de interés en México, éstas registraron alzas de entre 20 y 30 puntos base en los sectores de mediano y largo plazo, lo cual en buena medida fue en respuesta a los incrementos observados en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas, particularmente en los bonos del Tesoro de Estados Unidos (Gráfica 14).

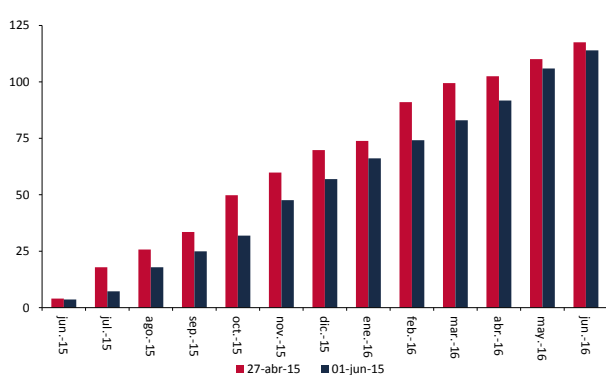
**Gráfica 14**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal**



Fuente: PIP

Finalmente, el retraso en la expectativa sobre el primer movimiento en la tasa de referencia de la Reserva Federal, el menor dinamismo observado en la economía mexicana y el panorama favorable de inflación, incidieron sobre las expectativas respecto del rumbo de la política monetaria en México. En este sentido, la expectativa para el primer incremento en la tasa de referencia de política monetaria del Banco de México, implícita en la estructura de la curva de rendimientos, se aplazó ligeramente y ahora se ubica en septiembre de este año (Gráfica 15).

**Gráfica 15**  
**Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIIE a 28 días**



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

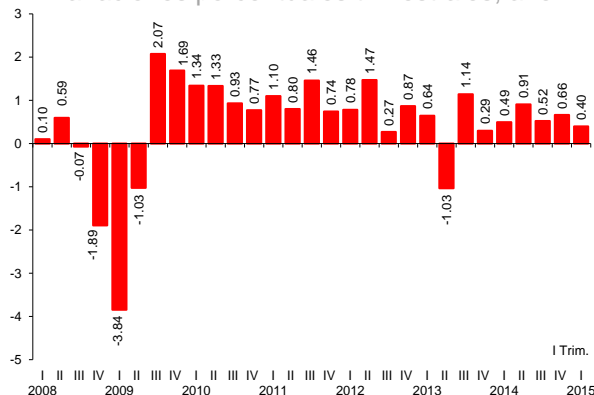
## 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

### 2.3.1. Actividad económica

En el primer trimestre del año en curso, la actividad económica en México presentó un ritmo de crecimiento más moderado que en el trimestre previo (Gráfica 16). En particular, la demanda externa registró una pérdida de dinamismo, como consecuencia de factores transitorios que afectaron la actividad económica en Estados Unidos. Así, ante el desvanecimiento de dichos factores, en marzo y abril las exportaciones manufactureras exhibieron una ligera mejoría. En cuanto a la demanda interna, el consumo privado continuó mostrando una modesta recuperación, a lo cual posiblemente contribuyó el mejor desempeño de la masa salarial de los trabajadores. Por su parte, la inversión fija bruta presentó un menor ritmo de crecimiento que el observado en la segunda mitad del año pasado.

**Gráfica 16**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

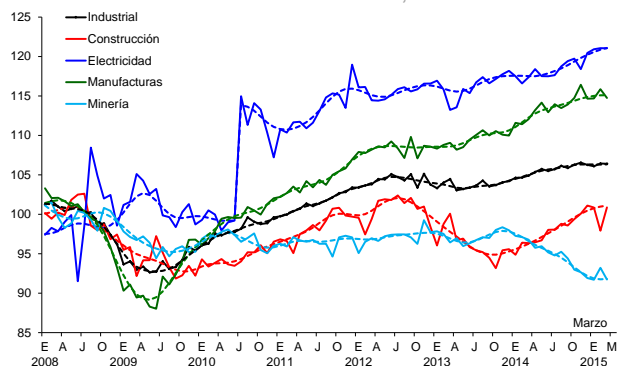
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Por el lado de la producción, en el primer trimestre de 2015 las actividades secundarias registraron una ligera contracción (Gráfica 17). A su interior, la producción manufacturera presentó una disminución en su dinamismo, a la vez que la construcción interrumpió la recuperación que había venido exhibiendo en 2014, mientras que el sector de la minería siguió mostrando una tendencia negativa, en buena medida debido a la caída de la plataforma de producción petrolera. Por su parte, las actividades terciarias registraron una desaceleración en el periodo enero-marzo respecto al trimestre anterior. En particular, el mayor dinamismo que se observó en algunos servicios, como los de información en medios masivos y actividades de gobierno, fue más que compensado por el menor ritmo de expansión



que se reportó en sectores como el comercio y los servicios financieros y de seguros.

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



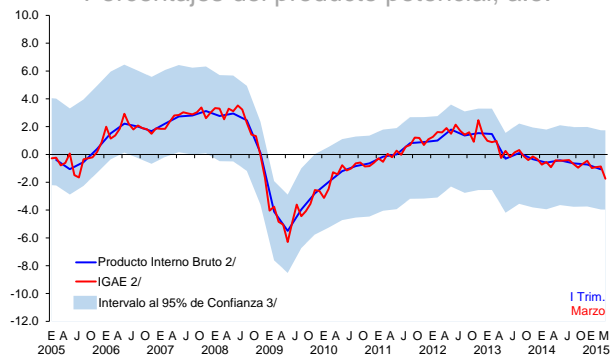
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, INEGI.

### 2.3.2. Inflación

#### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La moderada tasa de crecimiento que ha venido presentando la actividad económica ha conducido a que prevalezcan condiciones de holgura en la economía y a que no se hayan registrado presiones de demanda en los mercados de los principales insumos para la producción ni sobre las cuentas externas provenientes de la demanda agregada. En específico, la brecha del producto continúa en terreno negativo (Gráfica 18).

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



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2015; cifras del IGAE a marzo de 2015.

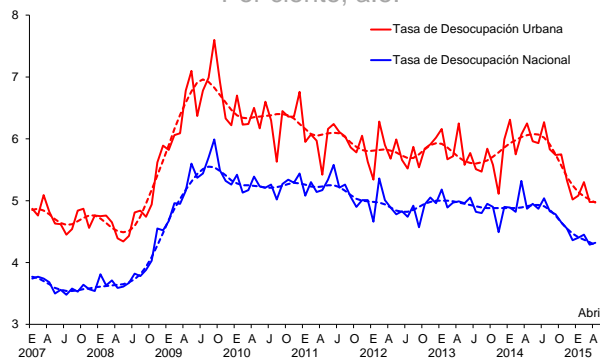
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

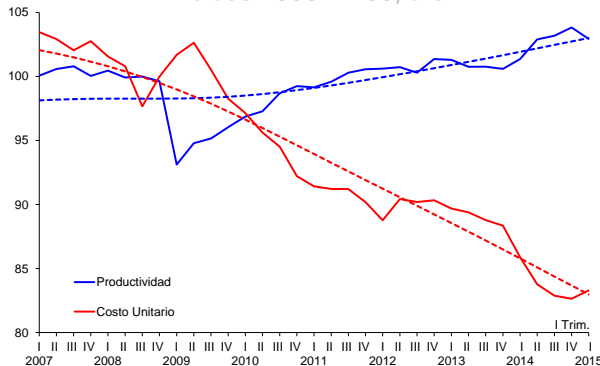
Los principales indicadores del mercado laboral continuaron mejorando. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana siguieron presentando una tendencia decreciente. No obstante, dichas tasas aún se ubican por encima de los niveles observados antes de la crisis, por lo que aún persisten condiciones de holgura en dicho mercado (Gráfica 19). En este contexto, el moderado incremento en el ingreso promedio real de la población ocupada en el primer trimestre del año en curso, junto con la evolución que ha exhibido la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto permanezcan en niveles bajos (Gráfica 20).

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



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

**Gráfica 20**  
**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.



1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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.

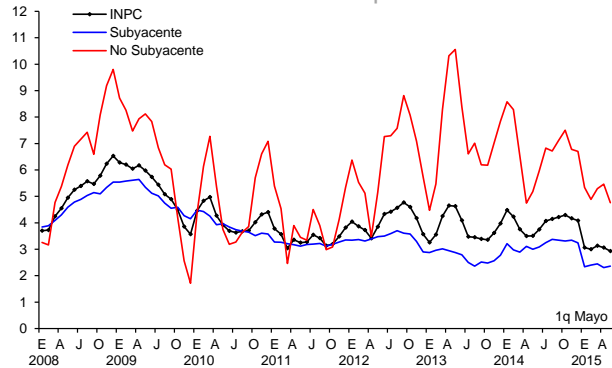
Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. IGPLE publicado por INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó incrementando su tasa de crecimiento en abril, reflejando principalmente un mayor dinamismo del financiamiento a las empresas. Por su parte, las tasas de interés y los índices de morosidad asociados a los diferentes segmentos de crédito se mantuvieron estables, lo que apunta a la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En un entorno económico caracterizado por la ausencia de presiones de demanda, la inflación general anual continúa ubicándose prácticamente en 3 por ciento. Este desempeño se ha presentado aun a pesar de la depreciación cambiaria que experimentó la moneda nacional, cuyo efecto sobre los precios ha sido conforme a lo esperado. De esta forma, la inflación general anual continúa en niveles bajos y estables, disminuyendo de 3.03 por ciento en la primera quincena de abril a 2.93 por ciento en la primera quincena de mayo (Gráfica 21 y Cuadro 1).

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

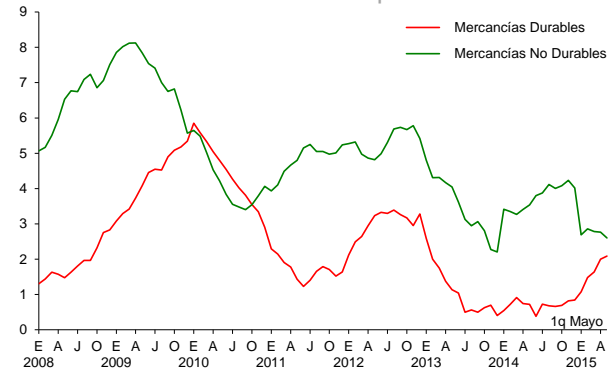


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual continúa en niveles considerablemente por debajo de 3 por ciento. Al respecto, en las últimas semanas ésta pasó de 2.23 por ciento en la primera quincena de abril a 2.36 por ciento en la primera quincena de mayo (Gráfica 21 y Cuadro 1). Debe destacarse que el traspaso de la depreciación cambiaria a precios se ha reflejado, principalmente, en los precios de ciertas mercancías durables, sin registrarse efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la

economía (Gráfica 22). Por su parte, el subíndice de precios de los servicios mantiene tasas de crecimiento anual moderadas cercanas a 2 por ciento.

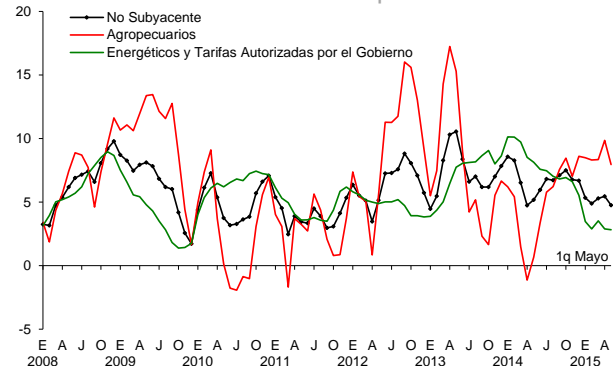
**Gráfica 22**  
Subíndice Subyacente de las Mercancías  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

El comportamiento de la inflación no subyacente compensó el incremento marginal observado en el componente subyacente. Así, la variación anual del índice de precios no subyacente disminuyó de 5.57 a 4.76 por ciento entre la primera quincena de abril y la primera quincena de mayo. En este resultado destacan las menores tasas de variación anual en los precios de los productos pecuarios, las cuales más que compensaron la mayor tasa de variación anual en los precios de algunas frutas y verduras. Adicionalmente, se observaron menores tasas de crecimiento en el grupo de energéticos y tarifas autorizadas por gobierno (Gráfica 23 y Cuadro 1).

**Gráfica 23**  
Índice de Precios No Subyacente  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

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 estables alrededor de 3.2 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario se ha estabilizado en niveles bajos. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario permanece muy cerca de su mínimo histórico. Por su parte, el promedio de 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 ha reducido incluso a niveles por debajo de 3 por ciento, mientras que el correspondiente al cierre de 2016 permanece cerca de 3.5 por ciento en el caso de la inflación general, y se ha reducido a 3 por ciento para la inflación subyacente. Por su parte, las expectativas correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo permanecen bien ancladas.

Se prevé que la inflación general anual se mantendrá ligeramente por debajo de 3 por ciento en lo que resta del año. De la misma manera, se espera que la inflación subyacente se sitúe por debajo de 3 por ciento durante todo el año. Para 2016, las previsiones indican que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en niveles cercanos a 3 por ciento.

La previsión para la trayectoria de la inflación general no está exenta de riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que una depreciación del peso contamine las expectativas de inflación. A la baja, un dinamismo de la actividad económica menor al esperado y disminuciones adicionales en los precios de los servicios de telecomunicaciones y/o de la energía.

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

Concepto	Diciembre 2014	Abril 1q 2015	Mayo 1q 2015
<b>INPC</b>	<b>4.08</b>	<b>3.03</b>	<b>2.93</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.24</b>	<b>2.23</b>	<b>2.36</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.50</b>	<b>2.66</b>	<b>2.52</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.31	2.89	2.58
Mercancías no Alimenticias	2.04	2.47	2.47
<b>Servicios</b>	<b>3.03</b>	<b>1.87</b>	<b>2.23</b>
Vivienda	2.14	2.12	2.08
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.40	4.36
Otros Servicios	3.60	0.87	1.77
<b>No Subyacente</b>	<b>6.70</b>	<b>5.57</b>	<b>4.76</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>8.61</b>	<b>9.92</b>	<b>7.96</b>
Frutas y Verduras	0.10	3.55	7.00
Pecuarios	14.03	13.45	8.45
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>5.55</b>	<b>3.01</b>	<b>2.83</b>
Energéticos	6.43	3.20	3.22
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.88	2.67	2.14

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 economía mundial ha continuado desacelerándose y que las presiones inflacionarias globales han disminuido. También mencionó que los balances de riesgos para el crecimiento y para la inflación mundial se mantienen sin cambio respecto de la decisión de política monetaria anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que continúa mostrando un ritmo de crecimiento moderado y considera que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambio. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que 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. En cuanto a la evolución de la inflación, la mayoría destacó que ésta se ha situado por debajo de 3 por ciento a pesar de la depreciación de la moneda nacional y coincidió en que se prevé que ésta se mantenga por debajo de 3 por ciento durante el resto del año. En resumen, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambio respecto a la decisión anterior.

La mayoría de los miembros señaló que la actividad económica mundial ha continuado desacelerándose, a lo cual, uno de ellos agregó que esto ha sido principalmente resultado de un menor dinamismo en las economías emergentes. Por su parte, otro miembro enumeró diversas razones que podrían estar detrás de dicha debilidad, como una posible situación de estancamiento secular, una desaceleración en el crecimiento de la productividad a nivel global, la necesidad de terminar de reparar los balances financieros en algunas economías avanzadas y, por último, la falta de demanda global resultado de la presencia de incentivos para llevar a cabo un relajamiento monetario competitivo sobre todo en las economías avanzadas, así como la acumulación de reservas internacionales por parte de las economías emergentes. Este miembro aclaró que actualmente es difícil discernir cómo y cuánto aporta cada uno de estos factores a la debilidad del crecimiento global. Otro integrante de la Junta expresó su preocupación sobre la dificultad para reactivar el crecimiento económico global, reflejada

en las múltiples revisiones consecutivas a la baja para las expectativas de dicho indicador. Esto, en su opinión, podría reflejar una dependencia excesiva en la política monetaria para estimular el crecimiento, lo que contribuye a aumentar la volatilidad en los mercados financieros. A lo anterior un miembro añadió que se espera un fortalecimiento gradual de la actividad global en lo que resta del año, impulsado principalmente por las economías avanzadas. En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento global, la mayoría estimó que se mantiene sin cambio respecto a la decisión anterior, si bien algunos miembros especificaron que dicho balance continúa sesgado a la baja y uno de ellos incluso consideró que se deterioró marginalmente.

La mayoría de los integrantes sostuvo que han disminuido las presiones inflacionarias a nivel mundial, salvo en algunas economías emergentes, contribuyendo a ello la terminación del extraordinario ciclo de elevados precios de las materias primas. No obstante, un miembro comentó que a partir de principios de este año se ha mantenido una trayectoria al alza de los precios del petróleo. Otro señaló que a pesar de que la inflación sigue presentando lecturas muy reducidas, e incluso negativas en algunas economías avanzadas, en varias de ellas se ha observado un aumento del componente subyacente, así como de las expectativas de inflación de largo plazo. Por su parte, uno de los integrantes de la Junta consideró que, en el entorno actual, la política monetaria a nivel global se mantendrá muy acomodaticia. La mayoría de los miembros coincidió en que el balance de riesgos para la inflación mundial no ha cambiado considerablemente desde la decisión anterior.

La mayoría de los miembros destacó que la economía de Estados Unidos se contrajo en el primer trimestre del año en respuesta tanto a factores temporales, tales como el clima adverso y las huelgas en los puertos de la costa oeste, como a otros factores, entre los que destacan la desaceleración de las exportaciones netas en respuesta a la apreciación generalizada del dólar, y la baja en la inversión no residencial. Uno agregó que la caída en la inversión y producción en el sector petrolero en ese país ha sido significativa. Además apuntó que la baja inversión observada en esa economía es en parte resultado de la estrategia de muchas empresas de recomprar sus acciones y buscar crecimiento a través de fusiones y adquisiciones que, si bien podrían tener un impacto en su eficiencia, no necesariamente aumentarían el ingreso potencial de la economía. Respecto al

consumo, algunos miembros enfatizaron que no ha respondido en la magnitud esperada al incremento del ingreso personal derivado de la caída de los precios del crudo. Por otro lado, la mayoría recalcó que espera un repunte de la actividad para lo que resta de 2015 pero que éste sería menor al previamente anticipado, si bien un miembro aclaró que las perspectivas para 2016 se han mantenido estables y por arriba de las de 2015. En este sentido, un integrante señaló que este repunte sería impulsado en parte por la desaparición de los elementos temporales que afectaron a la economía, mejoras en los balances de las empresas y hogares, condiciones financieras más favorables y una postura fiscal menos restrictiva. Respecto al mercado laboral, la mayoría mencionó que éste continuó mostrando una evolución relativamente favorable, aunque aún no se observan presiones salariales. Adicionalmente, la mayoría recalcó que la inflación permanece en niveles bajos, si bien se anticipa que se incrementará gradualmente hasta alcanzar niveles cercanos al objetivo de 2 por ciento.

La mayoría de los miembros reconoció que la Reserva Federal ha seguido enfatizando que sus acciones futuras de política monetaria dependerán de la evolución y las expectativas sobre la actividad económica, el mercado laboral y la inflación. Adicionalmente, la mayoría destacó que, como se observa en las declaraciones de algunos miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, y en respuesta a la débil cifra de crecimiento del primer trimestre y a la consecuente revisión en las expectativas sobre éste para el año en su conjunto, se ha postergado la fecha en que se anticipa el primer incremento en la tasa de referencia de la política monetaria y se espera que el ritmo de aumentos subsecuentes sea gradual. A lo anterior uno agregó que en tanto no haya señales claras de un crecimiento económico fuerte y sostenido, una mayor tasa de inflación, y un desempeño mejor en el mercado laboral que empiece a reflejarse en presiones salariales, es muy probable que la Reserva Federal posponga aún más el aumento de la tasa de fondos federales. En este contexto, todos señalaron que persiste incertidumbre asociada al momento en el que se lleve a cabo el primer incremento. Así, mientras que las previsiones de los analistas mayoritariamente ubican a éste en septiembre, las expectativas extraíbles de los instrumentos financieros lo sitúan hacia finales del año o a principios del próximo. Un integrante puntualizó que no puede excluirse una situación en donde los mercados se vean sorprendidos con el inicio y posterior ritmo de normalización de la referida

política monetaria. Agregó que la referida normalización parece adecuada, considerando el prolongado período que ha tenido una política monetaria sumamente acomodaticia para rendir frutos y sus peligros inherentes, incluyendo la adopción excesiva de riesgos y la posposición de medidas necesarias como la consolidación fiscal, entre otros.

La mayoría de los miembros reconoció que tanto la actividad económica en la zona del euro como la inflación y sus expectativas han ido mejorando en los últimos meses, si bien desde niveles bajos. Asimismo, señaló que dicha mejoría fue en gran parte impulsada por el extraordinario estímulo monetario implementado por el Banco Central Europeo, que ha reiterado que continuará con su programa de compra de activos hasta septiembre de 2016 o hasta que la inflación converja a niveles cercanos a 2 por ciento. Así, la mayoría apuntó que se espera que la actividad económica continúe fortaleciéndose, si bien algunos recalcaron que persisten ciertas vulnerabilidades como la ausencia de esfuerzos suficientes para llevar a cabo cambios estructurales y la situación en Grecia, temas que continúan siendo de gran preocupación y riesgo para la región. Respecto al caso de Japón, la mayoría apuntó que no se han logrado suficientes avances en el impulso al crecimiento económico y en alcanzar su objetivo de inflación en los últimos dos años, por lo cual, uno de ellos añadió, no se descartan medidas adicionales de relajamiento monetario en dicho país.

La mayoría de los miembros señaló que en gran parte de las economías emergentes la actividad económica continúa debilitándose, en buena medida en respuesta al comportamiento de los precios de las materias primas. Un integrante mencionó que lo anterior ocurre en un entorno de mayor astringencia en las condiciones financieras externas, presiones fiscales derivadas de la caída de los precios de las materias primas, y en algunos casos, de desequilibrios internos y externos que necesitan ser contenidos; señaló que si bien se espera una recuperación en la actividad en lo que resta del año, las expectativas para 2015 son de un crecimiento relativamente modesto. La mayoría enfatizó el debilitamiento económico en China, a lo que algunos añadieron que esto ha llevado a las autoridades de ese país a implementar medidas adicionales de estímulo monetario y atribuyeron dicha desaceleración a la falta de un rebalanceo en su crecimiento y a desequilibrios financieros importantes. Asimismo, añadieron que no puede descartarse una desaceleración más prolongada que

lo esperado para ese país. Finalmente, uno de estos miembros resaltó los efectos colaterales que el bajo crecimiento en China ha tenido tanto a nivel regional como global.

La mayoría de los miembros destacó la diferencia en las perspectivas para la política monetaria en las principales economías avanzadas. En particular, por un lado, Japón y la zona del euro experimentan un considerable relajamiento monetario en un entorno de muy baja inflación, mientras que se espera que los bancos centrales de Estados Unidos y Reino Unido comiencen a elevar su tasa de referencia en los próximos trimestres, ante la expectativa de una aceleración en sus economías.

Todos los miembros apuntaron que en los mercados financieros internacionales se siguen observando elevados niveles de volatilidad. La mayoría sostuvo que ésta se ha derivado de la incertidumbre respecto al momento del primer incremento de la tasa de referencia de la Reserva Federal, de la asimetría en las posturas monetarias actuales y esperadas entre las principales economías y de la descompresión de primas de riesgo en activos de renta fija en algunos países europeos, además de la problemática de Grecia y factores geopolíticos. Algunos miembros destacaron que en el margen el dólar estadounidense moderó su tendencia a la apreciación y se observaron ligeros incrementos en las tasas de interés de largo plazo de varias economías, si bien en algunos países europeos y en Japón continuaron observándose tasas de interés negativas. Un miembro apuntó que estos ajustes son correcciones y consolidaciones que se observan periódicamente en los mercados, pero que, por ejemplo, en el caso del dólar es muy probable que retome su tendencia a la apreciación. Otro miembro señaló que parece poco probable que el énfasis de la Reserva Federal en que el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos será gradual, alivie de manera importante la incertidumbre. Todos coincidieron en que no se pueden descartar episodios de turbulencia futura en los mercados financieros internacionales.

En este contexto, un miembro especificó que existen diversas fuentes de incertidumbre relacionadas con los mercados financieros globales. En primer lugar apuntó que es incierto el nivel al que convergirán las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y en general a nivel global. Dicho nivel dependerá de factores reales que actualmente son difíciles de prever, como el crecimiento potencial y factores demográficos, entre otros. En segundo lugar

cuestionó si la política monetaria en esa economía ha perdido tracción, ya que si bien la Reserva Federal cuenta con los instrumentos adecuados para la normalización de la postura monetaria, los elevados niveles de liquidez actuales no tienen precedentes históricos. Asimismo, anotó que la experiencia sugiere que cuando las tasas esperadas de corto plazo y las primas por plazo van en la misma dirección, como se prevé ocurra, los procesos de ajuste al alza en las tasas de interés de largo plazo suelen venir acompañados de mayor volatilidad. En tercer término, señaló que existe incertidumbre respecto a las condiciones de operación de los mercados. Respecto a este tema mencionó dos elementos, el primero, con el cual otro miembro concordó, es el hecho de que a raíz de la política monetaria laxa a nivel global, las primas por plazo se encuentran en niveles mínimos históricos, e incluso, en algunos casos negativos. Ello ha conducido a valuaciones de activos posiblemente desalineadas respecto a sus fundamentales y a diferenciales de primas de riesgo muy comprimidos en el precio de diversos activos, situación que podría complicarse una vez que se dé el ajuste en las tasas de interés. El segundo elemento se refiere a la creciente participación de grandes compañías que administran activos y al problema inherente de agencia y de riesgo de liquidez a que esto ha conllevado, principalmente en economías emergentes, pero también en las avanzadas. En general, señaló que los mercados podrían no estar bien posicionados para enfrentar un fuerte incremento en el riesgo de tasas dados los reducidos niveles que éstas presentan actualmente. En adición, notó que existe la percepción de que a raíz de las nuevas regulaciones en el sistema financiero en Estados Unidos y otras economías avanzadas, si bien los bancos serían más resistentes a enfrentar pérdidas, posiblemente estén menos dispuestos a acomodar rápidamente demanda por liquidez acumulando activos de duración alta, aumentando la probabilidad de ventas generalizadas y desordenadas de valores ante diversos choques financieros. Lo anterior podría mitigarse, en parte, por el probable surgimiento de la demanda por activos de mediano y largo plazo por parte de agentes como fondos de pensiones y compañías de seguros que, dadas sus características, permitan a los mercados funcionar adecuadamente. Este miembro concluyó que estos puntos se retroalimentan entre sí y conducen a incertidumbre en cuanto a la magnitud y qué tan ordenada sería la corrección de las tasas de largo plazo en Estados Unidos.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que durante el primer trimestre del presente año, la actividad económica de México se moderó. Al respecto, la mayoría coincidió en que la pérdida de dinamismo del sector construcción, el debilitamiento en la producción petrolera y el menor ritmo de expansión del sector manufacturero, como respuesta a la debilidad de la actividad en Estados Unidos, dieron lugar a que la producción industrial se contrajera ligeramente en los primeros tres meses del año. Uno de ellos enfatizó que el débil desempeño de las exportaciones no petroleras es de sorprender si se toma en cuenta la reciente depreciación del tipo de cambio. No obstante, la mayoría notó que las exportaciones no petroleras en el mes de marzo y abril parecen haber ganado fuerza. En relación al gasto interno, la mayoría de la Junta destacó que algunos indicadores del consumo parecerían estar registrando una recuperación, apoyados, en parte, por la dinámica del mercado laboral, que junto con una evolución favorable de la inflación, se reflejaron en un aumento de la masa salarial. Uno de ellos agregó que las ventas al menudeo y las registradas por la ANTAD se han fortalecido. No obstante, otro integrante mencionó que la confianza del consumidor y las remesas continúan en niveles relativamente débiles. Finalmente, la mayoría aseveró que la recuperación que se había observado en la inversión hacia finales del año pasado ha perdido vigor.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta subrayó que permanecen 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. Al respecto algunos miembros comentaron que se espera que la economía continúe mostrando una brecha del producto negativa, enfatizando uno de ellos que esta situación prevalecería cuando menos hasta 2016.

Si bien la mayoría de los miembros hizo referencia a que se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento para la economía de México, algunos mencionaron que podría esperarse un fortalecimiento gradual en la actividad económica a lo largo del año. Uno de ellos especificó que probablemente esto se observe hasta el segundo semestre del año, en virtud de la desfavorable evolución de la producción petrolera observada hasta mayo. Agregó que, en un principio, el repunte de la actividad económica respondería a un mayor dinamismo del sector externo impulsado por el mejor desempeño que se espera para la economía

estadounidense y en particular de su sector manufacturero, en un contexto en el que la depreciación del peso continuaría proveyendo un soporte adicional a las exportaciones mexicanas. Por otra parte, mencionó que conforme se incrementen los niveles de confianza y el empleo, la recuperación de la inversión y el consumo privados también debería hacerse patente. En este sentido, un miembro comentó que la menor tasa de desocupación y el incremento en el ritmo de expansión del financiamiento en el sector privado no financiero apuntan a una mejoría futura de la economía. Adicionalmente, algunos destacaron el posible efecto positivo de las reformas estructurales sobre el crecimiento en lo que resta del año. Por el contrario, un integrante aseveró que parece difícil que se observe una importante aceleración del producto en los siguientes trimestres a la luz del patrón histórico de crecimiento en la última década y media, a lo que otro miembro añadió que preocupa el posible impacto negativo proveniente de la reciente suspensión indefinida de una de las piezas fundamentales de la reforma educativa.

En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento, la mayoría consideró que éste permanece sin cambio respecto a la anterior decisión de política monetaria. Algunos integrantes agregaron que dicho balance sigue siendo a la baja. En particular, mencionaron la posibilidad de un nuevo descenso de la plataforma de producción de petróleo, así como un mayor deterioro de la confianza del productor. Uno de ellos agregó que el escalamiento de problemas sociales o una implementación de las reformas estructurales que no satisfaga las expectativas podrían afectar la confianza tanto de empresas como de hogares. Como factores adicionales de riesgo, destacó que la reciente recuperación del consumo privado puede debilitarse en ausencia de una mejora más clara de sus determinantes, y que la economía mexicana puede enfrentar un entorno más complicado de lo previsto en caso de una recuperación débil de la economía de Estados Unidos o de un periodo prolongado de incertidumbre como resultado de la normalización de la política monetaria de ese país.

La mayoría de los miembros señaló que la inflación se ha ubicado durante lo que va del año prácticamente en el objetivo establecido por el Banco de México. Destacó que tanto la inflación subyacente, en sus dos componentes de mercancías y servicios, como recientemente la inflación general, se han situado por debajo de 3 por ciento. Aseveró que esta dinámica de la inflación se ha visto apoyada por reducciones en los precios de la energía y de los

servicios de telecomunicaciones. Un miembro agregó que la reducción y posterior estabilidad de la inflación subyacente, la tendencia decreciente de la inflación no subyacente, y los efectos base de comparación asociados con los aumentos de impuestos que entraron en vigor el año pasado han contribuido a este comportamiento de la inflación general. Un integrante comentó que el desempeño de la inflación ha sido mejor de lo que se había anticipado y que ello es reflejo de una postura de política monetaria adecuada. A lo anterior, la mayoría agregó que también ha contribuido la ausencia de presiones por el lado de la demanda y afirmó que el traspaso de la depreciación cambiaría a los precios ha estado en línea con lo previsto, se ha manifestado principalmente en los bienes durables y no ha dado lugar a efectos de segundo orden. Un miembro concluyó que estos avances en el control de la inflación son una excelente oportunidad para consolidar la convergencia del crecimiento de los precios al objetivo del Banco de México.

Como reflejo de todo lo anterior, la mayoría de los miembros señaló que las expectativas para la inflación general y para la subyacente al cierre de 2015 y 2016 se han reducido, ubicándose la media de las correspondientes al presente año incluso por debajo de 3 por ciento, mientras que las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo permanecen bien ancladas. No obstante, un miembro mencionó que debe reconocerse que las expectativas de inflación provenientes de encuestas para horizontes a partir del próximo año continúan por arriba del objetivo, en tanto que otro señaló que las de largo plazo provenientes de esta misma fuente se han mantenido estables en 3.5 por ciento. Algunos integrantes destacaron que las expectativas de inflación de largo plazo provenientes de instrumentos de mercado se mantienen alrededor de 3.2 por ciento, y uno de ellos complementó que esto es resultado de la reducción que ha registrado la prima por riesgo inflacionario, la cual se ubica actualmente en mínimos históricos. Recalcó que, de continuar los resultados favorables de la inflación, es de esperarse que este indicador de sus expectativas continúe disminuyendo. Finalmente, apuntó que la política monetaria continuará propiciando el anclaje de las expectativas de inflación.

La mayoría anticipa que la inflación general se mantenga por debajo de 3 por ciento durante el resto del año, mismo comportamiento que prevé para la inflación subyacente. Para 2016, estima que tanto la inflación general como la subyacente observarán niveles cercanos a 3 por ciento. Agregó que dichas

previsiones toman en cuenta las condiciones de holgura que se espera prevalezcan en la economía en los siguientes trimestres. Derivado de lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambio respecto a la decisión previa de política monetaria. Algunos integrantes señalaron que dicho balance se encuentra sesgado al alza. En lo referente a los riesgos al alza, la mayoría destacó la posibilidad de que se presente una depreciación del peso que contamine las expectativas de inflación. Respecto a lo anterior, un miembro enfatizó que parte del ajuste que se ha observado en el tipo de cambio nominal corresponde a una depreciación del tipo de cambio real, y que ésta no debería tener un mayor impacto sobre la inflación ni sobre las tasas de interés, en particular si las finanzas públicas se mantienen ordenadas. Algunos miembros destacaron también la posibilidad de que se presenten choques de oferta en el componente no subyacente de la inflación. En particular, uno de ellos señaló que los precios agropecuarios podrían acentuar su crecimiento y presionar a la inflación general, si bien otro reconoció que el impacto de este tipo de choques de oferta tiende a concentrarse en el corto plazo. Como factores a considerar hacia adelante, un miembro añadió el hecho de que los choques positivos sobre la inflación que se registraron este año no necesariamente se repetirán el próximo, además de que desaparecerá el efecto base positivo derivado de la reforma fiscal. Agregó también la posibilidad de que, conforme avance la recuperación económica puedan surgir presiones de demanda agregada dado un crecimiento potencial de la economía probablemente menor al que podría haberse estimado hace tiempo. En respuesta, uno de ellos mencionó que la desaparición del efecto base positivo derivado de la reforma fiscal no tiene por qué ser un factor en el desempeño de la inflación en 2016, pues dicho efecto fue el reflejo del repunte de la inflación observado en 2014 precisamente por la implementación de la referida reforma. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los miembros resaltó la posibilidad de que la actividad económica en el país tenga un dinamismo menor al previsto y que ocurran nuevas disminuciones en los precios de la energía y/o en los servicios de telecomunicaciones. Un miembro agregó también la posibilidad de que diferentes acciones en el ámbito de la competencia podrían apoyar reducciones en los precios de algunos productos en el siguiente año, incluyendo algunos correspondientes al sector agropecuario. Consideró que los menores precios de las materias primas que prevalecen a nivel internacional también ayudarán a contener los



aumentos de precios en dicho sector y añadió la posibilidad de que se presente una corrección a la baja en el tipo de cambio. Señaló que si bien en fechas recientes se ha observado que la publicación de datos económicos favorables en Estados Unidos se refleja en una depreciación del peso mexicano al inducir un ajuste de corto plazo en las inversiones de portafolios, es de esperarse que, conforme se consolide la recuperación económica en dicho país, las exportaciones y la actividad en México se vean beneficiadas. Lo anterior tendería a reflejarse en una respuesta más balanceada a mediano y largo plazo en el tipo de cambio, y, por tanto, también en su potencial impacto sobre la inflación.

La mayoría de los miembros destacó que recientemente la volatilidad financiera internacional ha repercutido de forma moderada en las tasas de interés internas y en la cotización del peso frente al dólar y enfatizó que los mecanismos de provisión de liquidez en el mercado cambiario en México han funcionado satisfactoriamente. Asimismo, subrayó que se han mantenido estables las tenencias de bonos gubernamentales en manos de no residentes, recalando uno de ellos que han disminuido las posiciones de corto plazo y aumentado las de mediano y largo plazo, si bien no pueden excluirse ajustes de cartera más significativos en el futuro. La mayoría mencionó que la cotización del peso frente al dólar ha fluctuado en una banda relativamente estrecha en las últimas semanas. Todos advirtieron que hacia adelante no pueden descartarse nuevos episodios de elevada volatilidad financiera que pudieran afectar a los mercados en México.

Ante el complejo entorno externo, la mayoría de los miembros consideró que es fundamental que se mantenga un marco macroeconómico sólido en nuestro país, consolidándose los esfuerzos recientes en el ámbito fiscal. Algunos puntualizaron que ello es fundamental para atenuar las presiones sobre las tasas de interés internas y para acomodar la depreciación del tipo de cambio real, a lo que uno de ellos agregó que un marco macroeconómico sólido podría reducir la incertidumbre sobre el proceso de descompresión de primas por plazo y lograr un desplazamiento ordenado a lo largo de toda la curva de rendimientos. En este sentido, algunos miembros subrayaron que el fortalecimiento del marco macroeconómico incluye los siguientes elementos. Primero, un ajuste fiscal enfocado a estabilizar la razón deuda pública a PIB en niveles sostenibles en el largo plazo. Al respecto, un miembro enfatizó que ello constituye una de las principales acciones de política económica frente a la incertidumbre sobre la

corrección de tasas de largo plazo en Estados Unidos y sobre un posible apretamiento en las condiciones de financiamiento para México. Segundo, una política monetaria dirigida a anclar las expectativas de inflación y a mantener, en consecuencia, las primas por riesgo inflacionario en niveles históricamente reducidos. Como resultado, el desplazamiento esperado de la curva de rendimientos en México será más ordenado. Tercero, mecanismos de provisión de liquidez en el mercado cambiario, a lo que un integrante de la Junta señaló que ello debería representar el primer mecanismo de respuesta ante periodos de volatilidad cambiaria, siempre y cuando éstos se deriven de choques percibidos como temporales. Otro miembro agregó que la provisión adecuada de liquidez en los mercados financieros en periodos de estrés es fundamental para reducir los costos de los choques en la actividad económica y el empleo, siempre y cuando la postura macroeconómica sea la adecuada. Adicionalmente, uno de los miembros señaló que hasta ahora la respuesta de política ante el complejo entorno externo e interno ha rendido resultados satisfactorios. Sin embargo, advirtió que los retos para la política macroeconómica posiblemente se acentúen a medida que se acerque el inicio del aumento de la tasa de política de la Reserva Federal, y comentó que en periodos de turbulencia financiera los participantes en los mercados diferencian a las economías con base tanto en la solidez del marco macroeconómico y de estabilidad financiera, como en su potencial de crecimiento. En este sentido, algunos alertaron que debe evitarse una situación de complacencia. Así, la mayoría concordó que es necesario que se cumplan los compromisos anunciados en materia de finanzas públicas, incluso uno comentó que habría que considerar ajustes adicionales en caso de ser necesario. Aunado a lo anterior, la mayoría resaltó la importancia de las reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad, así como de procurar la correcta implementación de todas éstas.

Respecto a la conducción de la política monetaria, la mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno recalcaron que ésta enfrenta un dilema. Por un lado, en el ámbito interno, una fase cíclica en la que el crecimiento ha sido relativamente débil, prevalecen condiciones de holgura en la economía y se ha observado un comportamiento de la inflación anual general y de la subyacente actualmente por abajo de 3 por ciento. Por otro, en el ámbito externo, se enfrenta un entorno financiero global complejo en el que destacan distintas fuentes de incertidumbre, lo

que puede afectar a los mercados financieros internos, particularmente al cambiario, así como a la inflación y sus expectativas. Todos los miembros coincidieron en que la postura de política monetaria tendría que ajustarse oportunamente en caso de que se desanclen las expectativas de inflación y se ponga en riesgo la consolidación de su objetivo de 3 por ciento, ello con independencia de si tal eventualidad llegara a suceder antes o después del momento en el que la Reserva Federal comience a aumentar su tasa de referencia.

Respecto a la posibilidad de incrementar la tasa de interés de referencia preventivamente antes de que la Reserva Federal lo haga, un miembro explicó que condicionar el ajuste de la postura monetaria en México a un comportamiento desordenado de los mercados no es aconsejable, ya que la política monetaria se estaría orientando a controlar daños y no a manejar riesgos. Además, argumentó que dicha política opera con rezagos y que los mercados ya esperan un ajuste en la misma. Asimismo, argumentó que ante un escenario de aumentos esperados de tasas de interés en Estados Unidos, una reacción tardía de la política monetaria en México sería costosa para la estabilidad financiera y podría hacer necesario aumentar la tasa de referencia más de lo que se hubiera requerido en caso de haber actuado antes. Por consiguiente, concluyó que no debe descartarse que en México se pudiese ajustar la tasa de referencia antes de que la Reserva Federal en Estados Unidos lo haga. Otro miembro señaló que dado el entorno de incertidumbre, deben considerarse varios posibles escenarios para el ajuste de la política monetaria en México. Agregó que tomando en cuenta la elevada probabilidad de que los mercados se anticipen a la decisión de la Reserva Federal, sería necesario apretar la política monetaria en México antes que en Estados Unidos de presentarse ajustes en los mercados que dieran lugar a riesgos para la inflación o la estabilidad financiera. Argumentó que el relajamiento de las condiciones monetarias asociado a la depreciación del tipo de cambio ha ampliado los márgenes de maniobra para la política monetaria. Por su parte, otro integrante señaló que el ajuste observado en el tipo de cambio y en las tasas de interés ya refleja, en parte, la perspectiva de mayores tasas en Estados Unidos y que ello no ha afectado a la inflación ni a sus expectativas.

En contraste, la mayoría consideró que, en ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación, adelantarse a la Reserva Federal tendría más costos que beneficios, ya que la atonía que muestra la

actividad económica podría exacerbarse. Adicionalmente, uno de ellos profundizó sobre algunos elementos a considerar respecto a la opción de adelantarse de manera preventiva a la Reserva Federal. Primero, argumentó que dicha acción de política operaría a través del canal de expectativas y que su impacto sobre la economía dependería de las creencias o percepciones de los agentes económicos. En este contexto, explicó que pueden existir equilibrios múltiples. En efecto, una posibilidad es que anticiparse a la Reserva Federal, en un entorno de debilidad de la actividad económica, holgura en los mercados, e inflación y sus expectativas en mínimos históricos, provoque una reacción desfavorable de los agentes económicos que precisamente detone un comportamiento desordenado en los mercados. Segundo, explicó que frente a un entorno global incierto habría que pensar en la política macroeconómica en su conjunto. En ese sentido, argumentó que la política que es más eficiente para atenuar el incremento esperado de las primas por plazo, por lo que es la que se debe ajustar, como oportunamente ya se ha hecho, es la fiscal. Para ilustrar hizo alusión a un ejemplo muy sencillo en donde las tasas de interés de mediano y largo plazo se descomponen en tres elementos: i) la tasa de interés real, determinada por la productividad marginal del capital, a lo que van dirigidas las reformas estructurales; ii) las expectativas de inflación, que están bien ancladas por el manejo de política monetaria; y iii) las diversas primas de riesgo que constituyen la prima por plazo. Entre estas primas, destacan la prima por riesgo inflacionario, actualmente en mínimos históricos, así como otras primas, como las de riesgo crediticio, por liquidez y por duración, las cuales son afectadas principalmente por la política fiscal. Por consiguiente, subrayó que dicha política puede moderar de manera más eficiente las presiones sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo, situación que adquiere relevancia en un contexto en el que se esperan incrementos en las tasas de interés, particularmente por la descompresión de primas de riesgo en los mercados internacionales. Así, concluyó que ajustar preventivamente la política monetaria podría ser ineficiente dado el entorno actual y su potencial impacto sobre la actividad económica. Por último, la mayoría de los miembros de la Junta concordó que es importante hacer la distinción entre un ajuste oportuno en la tasa de referencia ante un evento que desestabilice el proceso de consolidación de la inflación a su objetivo o que desanclen las expectativas de inflación, que todos los miembros de la Junta apoyarían en su caso, de uno preventivo que

se implemente antes de que la Reserva Federal incremente la tasa de fondos federales.

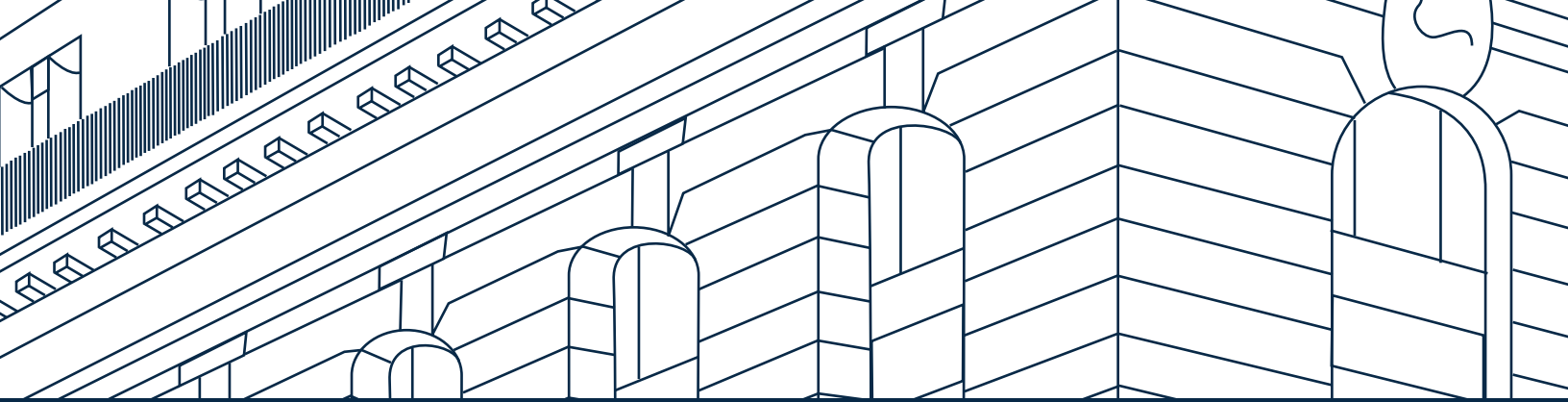
Finalmente, todos los miembros de la Junta coincidieron en que ante la difícil coyuntura externa e interna, es necesario permanecer atentos a la evolución de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas, y actuar oportunamente en caso de que sea necesario.

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

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

En suma, las condiciones cíclicas de la economía muestran debilidad, la inflación general se ha

ubicado y se espera que continúe por debajo del objetivo durante 2015, la inflación subyacente en sus dos componentes, de mercancías y de servicios, ha permanecido por debajo de 3 por ciento y las expectativas de inflación están bien ancladas, a pesar de la depreciación de la moneda nacional en los meses previos. Sin embargo, las posibles acciones de política monetaria por parte de la Reserva Federal podrían tener repercusiones sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, por ello, sobre la dinámica de los precios en México. Por tanto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, el desempeño del tipo de cambio, 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 para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en 2015 y consolidarla.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 18 de junio de 2015

