



BANCO DE MÉXICO

Minuta número 41

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 4 de febrero de 2016



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México, Distrito Federal.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 4 de febrero de 2016.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

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

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

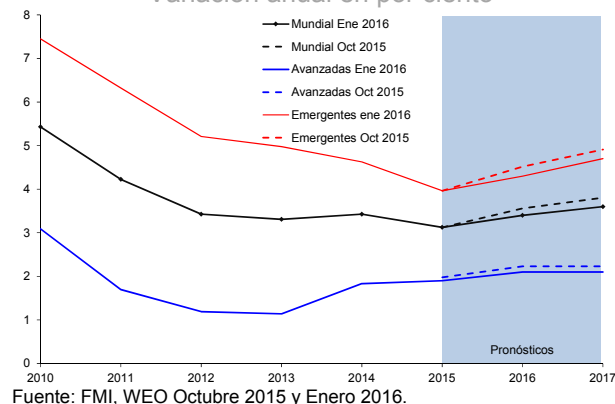
La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

El ritmo de expansión de la actividad económica mundial disminuyó significativamente durante el cuarto trimestre de 2015, ante la atonía en el crecimiento de las economías avanzadas, la persistente desaceleración de las emergentes y el estancamiento del comercio mundial. Además, a principios de 2016, el entorno externo se volvió incluso más adverso ante las preocupaciones en torno a la mayor vulnerabilidad de algunas economías emergentes importantes, en particular China, los menores precios internacionales de las materias primas, y la creciente divergencia en las

perspectivas de política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. En consecuencia, se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento de la economía mundial y aumentó nuevamente la volatilidad de los mercados financieros internacionales (Gráfica 1). Esto a su vez condujo a una fuerte depreciación de las monedas de países emergentes. En este contexto, no se puede descartar el riesgo de que hacia adelante se presenten ajustes desordenados en sus mercados financieros.

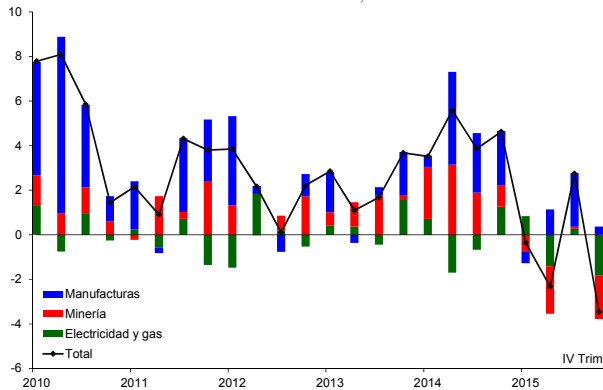
Gráfica 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento



El crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos se debilitó en el cuarto trimestre, sobre todo como resultado de la continua apreciación del dólar, la caída adicional en los precios del petróleo y la débil demanda global, así como factores temporales, entre los que destacan un clima atípicamente cálido y un aumento en los inventarios. Así, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) se redujo de 2.0 por ciento en el tercer trimestre a tasa trimestral anualizada, a 0.7 por ciento en el cuarto. En particular, el crecimiento del gasto en consumo privado se moderó, mientras que las exportaciones netas y la inversión en estructuras y en equipo contribuyeron negativamente al crecimiento del PIB. Por su parte, el sector industrial registró una caída de 3.4 por ciento, después de haberse expandido 2.8 por ciento en el trimestre previo. Esto, reflejando entre otros factores la contracción en la actividad del sector de energía, la menor demanda por electricidad y gas, y una fuerte moderación en el crecimiento del sector manufacturero, como consecuencia del bajo desempeño de sus exportaciones (Gráfica 2).

Gráfica 2
EUA: Producción Industrial

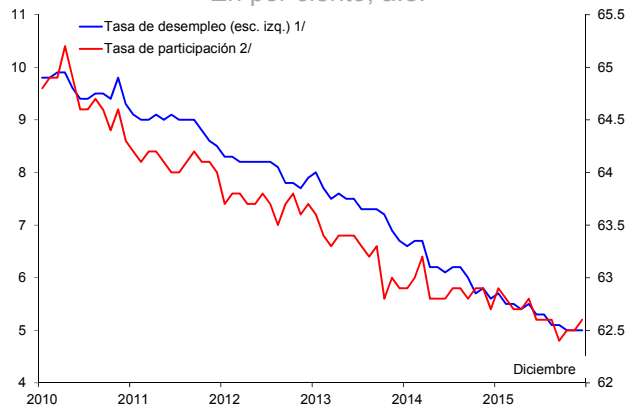
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones, a. e.



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

La disminución en el crecimiento del PIB de Estados Unidos contrasta con la fortaleza que hasta ahora ha presentado el mercado laboral de ese país. En específico, la nómina no agrícola ha registrado un aumento significativo en los últimos meses, mientras que la tasa de desempleo ha mantenido su tendencia descendente, alcanzando sus mínimos niveles desde el estallido de la crisis, a pesar del incipiente aumento en la tasa de participación de niveles muy bajos (Gráfica 3). Cabe destacar, no obstante, que la ausencia de mayores presiones salariales sugiere que aún existe cierta holgura en el mercado laboral.

Gráfica 3
EUA: Tasa de Desempleo y Tasa de Participación de la Fuerza Laboral
En por ciento, a.e.



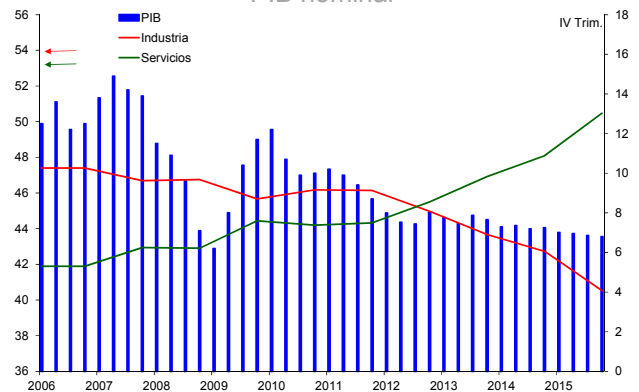
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ En por ciento de la fuerza laboral.
2/ En por ciento de la población civil mayor a 15 años.
Fuente: BLS.

En la zona del euro, la recuperación de la actividad sigue siendo lenta y los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación se han acentuado, en parte como resultado de la mayor incertidumbre sobre la economía global, la caída en los precios de las materias primas y los riesgos geopolíticos que han afectado la región. En este contexto, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento modesto al cierre de 2015, el cual habrá sido apoyado principalmente por el consumo privado, ya que la inversión y las exportaciones netas mantienen una notoria debilidad.

La actividad en las economías emergentes ha seguido perdiendo dinamismo, y sus perspectivas se han continuado revisando a la baja. Esto, como reflejo, en parte, de la renovada caída en los precios de las materias primas, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento internacional y la desaceleración de la economía china. Respecto a esta última, el crecimiento anual del PIB continuó moderándose durante el cuarto trimestre de 2015. Destaca en este sentido, la importante desaceleración en su sector industrial (Gráfica 4). Además, persiste una elevada incertidumbre sobre la fortaleza financiera de ese país, sus perspectivas de crecimiento y la eficacia de las políticas económicas que ha adoptado.

Gráfica 4
China: PIB por Sectores

Variación real anual en por ciento y por ciento del PIB nominal



Fuente: Haver Analytics (CNBS).

En cuanto a los precios de las materias primas, su tendencia a la baja se acentuó durante las últimas semanas, destacando en particular la de los energéticos. En el caso del petróleo, prevalece un importante desbalance estructural entre la oferta y demanda que sugiere precios bajos por un periodo prolongando. En particular, el retroceso en sus precios a principios de año parece haberse debido al exceso de oferta, que puede llegar a agravarse debido al aumento esperado en las exportaciones provenientes de Irán y a la negativa de los países miembros de la OPEP para reducir su producción. Además, aumentó la preocupación sobre un debilitamiento de la demanda por petróleo, ante la desaceleración de las economías emergentes, especialmente la de China. En cuanto a los metales, los precios permanecieron en niveles bajos, reflejando también debilidad de la demanda, derivada del menor crecimiento mundial. Por su parte, los precios de los granos se redujeron marginalmente, debido a las persistentes expectativas de condiciones favorables de oferta y los altos niveles de inventarios.

La inflación en las principales economías avanzadas se ha mantenido persistentemente por debajo de las metas de sus bancos centrales y los riesgos a la baja se han acentuado. En Estados Unidos, la evolución de la inflación y la disminución de algunas medidas acerca de sus expectativas sugieren que las presiones a la baja provenientes de la apreciación del dólar y los menores precios de los energéticos prevalecerán por más tiempo de lo anticipado. En específico, el deflactor general del gasto en consumo privado registró una variación anual de sólo 0.6 por ciento en diciembre, mientras que el componente subyacente se mantuvo en 1.4 por ciento. En la zona del euro, en enero de 2016 la inflación general fue de 0.4 por ciento a tasa anual, y la subyacente se ubicó en 1.0 por ciento. Por el contrario, en las economías emergentes, la evolución de la inflación continúa siendo mixta, aunque recientemente con un mayor número de países registrando incrementos como consecuencia del traspaso de las fuertes depreciaciones de sus monedas a los precios al consumidor.

La Reserva Federal decidió en su reunión de enero de 2016 mantener el rango objetivo de la tasa de fondos federales en un intervalo de 0.25 a 0.5 por ciento. En su comunicado, el Comité Federal de Mercado Abierto señaló que el crecimiento económico disminuyó al cierre del año pasado, pero destacó que la situación del mercado laboral ha seguido mejorando. Asimismo, manifestó que se

mantendrá cauteloso sobre el panorama de la inflación y agregó que, si bien espera que se mantenga baja en el corto plazo, en parte por las caídas adicionales en los precios de la energía y la apreciación generalizada del dólar, en los próximos dos años esta aumentará a 2 por ciento, una vez que se disipen los efectos transitorios mencionados. Adicionalmente, la Reserva Federal afirmó que está monitoreando de cerca la evolución económica y financiera global y que se evaluarán sus implicaciones para el mercado laboral y la inflación y para el balance de riesgos. Finalmente, esta Institución recalzó que espera que las condiciones económicas sean tales que sólo se requieran aumentos graduales en la tasa de fondos federales, y que estos seguirán dependiendo de la evolución observada y esperada del empleo y de la inflación.

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de enero de 2016, mantuvo sin cambios su postura monetaria, y dejó abierta la posibilidad de un relajamiento adicional en marzo. En particular, el BCE señaló que será necesario revisar y posiblemente reconsiderar su postura de política monetaria en su siguiente reunión, como resultado de una dinámica de inflación más débil de la prevista, y de un aumento de los riesgos a la baja para la actividad económica. Entre los factores que explican dicho aumento destacan una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad en los mercados financieros y en los precios de las materias primas, así como riesgos geopolíticos. Por su parte, el Banco de Japón relajó adicionalmente su política monetaria de manera sorpresiva durante enero, reduciendo su tasa de interés de depósito a -0.1 por ciento. Asimismo, el gobernador del Banco de Japón manifestó que tomarán medidas adicionales de ser necesario para alcanzar la meta de inflación de 2 por ciento.

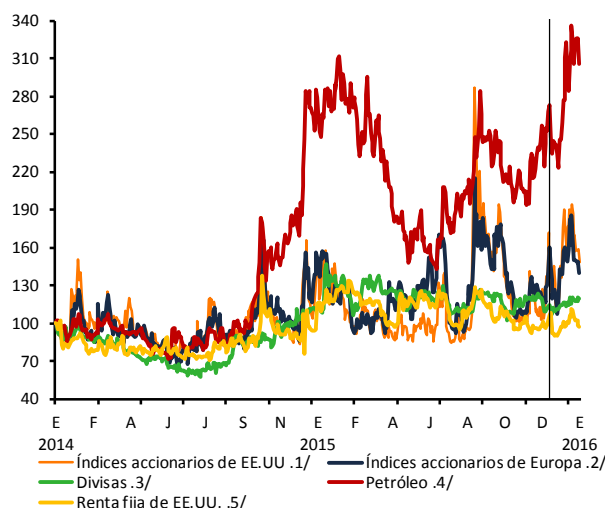
Así, se sigue previendo una creciente divergencia entre la postura monetaria de los bancos centrales de Estados Unidos y de otras economías avanzadas. Por su parte, en China se espera que su banco central continúe proveyendo estímulo monetario. Por el contrario, un número mayor de economías emergentes ha incrementado su tasa de interés de referencia, respondiendo entre otras razones, al deterioro en su panorama inflacionario, ante las presiones generadas por las fuertes depreciaciones de sus monedas y el alza en la tasa de referencia de Estados Unidos.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Como ya se mencionó, la creciente preocupación respecto de la desaceleración económica en países emergentes, particularmente China, la atonía de economías desarrolladas, la continua caída de los precios de materias primas, y la incertidumbre alrededor de las decisiones de política monetaria en los principales países desarrollados, contribuyeron a un repunte de la volatilidad de los mercados financieros durante las primeras semanas del año (Gráfica 5). En este entorno, se observó una liquidación de posiciones en activos con un mayor riesgo de mercado y un incremento en la demanda por activos considerados de refugio.

Gráfica 5
Evolución de la volatilidad implícita de activos financieros seleccionados
Índice 31-dic-2013 = 100



Fuente: Bloomberg.

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

2/V2X: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx 50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs.

3/CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%.

4/ OVX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo.

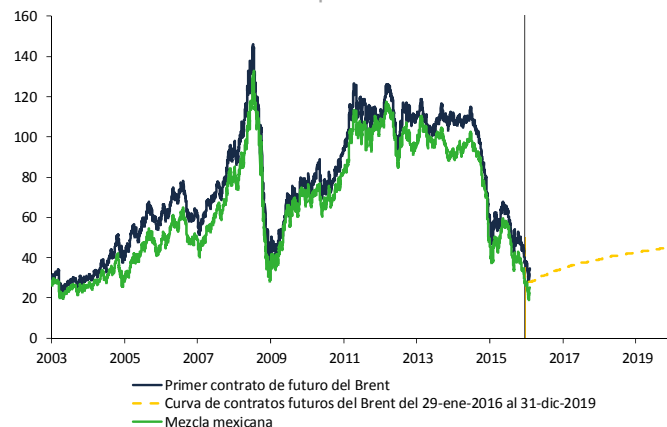
5/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones at the money a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch.

En China, la actividad económica continuó debilitándose, al tiempo que los mercados

financieros de ese país continuaron mostrando una elevada volatilidad. Al respecto, las principales bolsas de valores de ese país mostraron pérdidas superiores a 20 por ciento desde principios de año, y las salidas de capital parecen haberse acentuado en las últimas semanas.

La preocupación en torno al estado de la economía en China tuvo una importante incidencia en el comportamiento de varios activos. En primer lugar, los precios de las materias primas se ajustaron fuertemente a la baja. En particular, los precios del petróleo alcanzaron los niveles más bajos desde 2003. Como ya se señaló, a la expectativa de una débil demanda de hidrocarburos se sumó la preocupación por el elevado nivel de inventarios, una mayor oferta por parte de la OPEP, y cierto nerviosismo respecto del agotamiento de la capacidad de almacenamiento de crudo en algunas regiones. En este contexto, los analistas no descartan una caída adicional de los precios del petróleo y los contratos a futuro de los principales crudos apuntan a una recuperación muy gradual de los precios en los años siguientes (Gráfica 6).

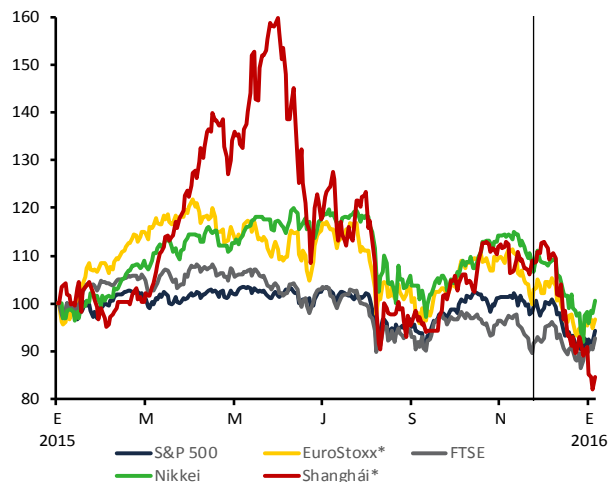
Gráfica 6
Precio de distintos contratos de futuros del crudo tipo Brent y mezcla mexicana
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

A su vez, la caída de los precios de materias primas incidió negativamente en el comportamiento de los índices accionarios, varios de los cuales acumulan pérdidas superiores a 20 por ciento desde los niveles más elevados alcanzados en el segundo semestre del año pasado (Gráfica 7).

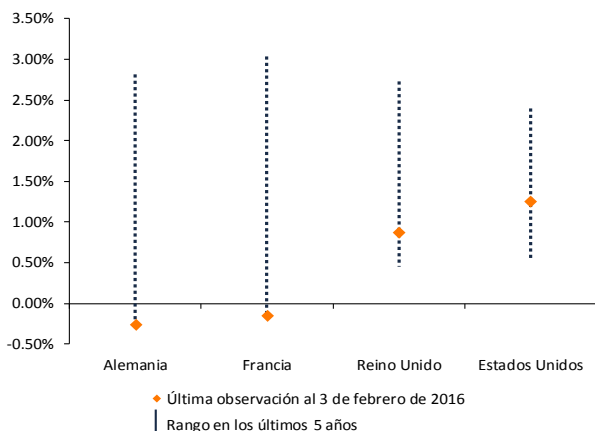
Gráfica 7
Índices accionarios de las principales economías desarrolladas
 Índice enero-2015 = 100



Fuente: Bloomberg.
 *Índices que han disminuido más de 20% desde su máximo alcanzado en 2015.

En los mercados de deuda, sobresalió la importante disminución de las tasas de interés de bonos gubernamentales de países avanzados ante la mayor demanda por activos de bajo riesgo (Gráfica 8). Por el contrario, las tasas de interés de bonos corporativos aumentaron, particularmente aquellas con un bajo perfil crediticio y relacionadas con los sectores de energía y materiales (Gráfica 9).

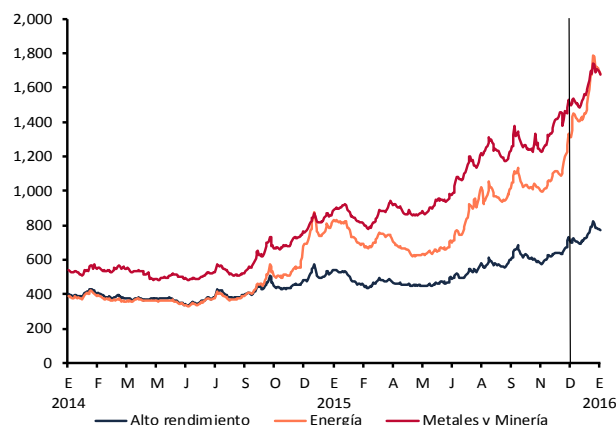
Gráfica 8
Tasas de interés de bonos gubernamentales para las principales economías desarrolladas a un plazo de 5 años
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

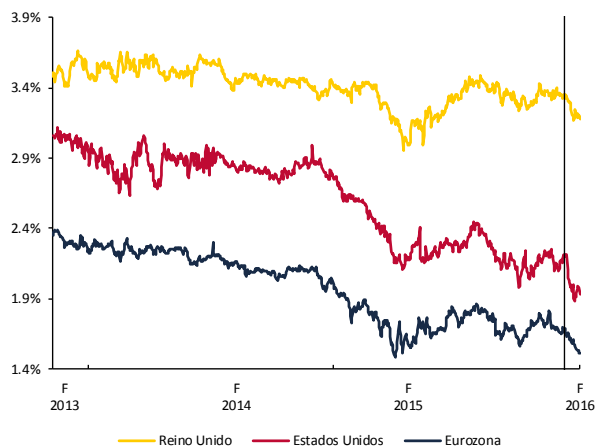
En este contexto de mayor preocupación por el debilitamiento de la actividad económica global y mayor volatilidad de los mercados financieros, las expectativas de inflación medidas a través de instrumentos de mercado para las principales economías desarrolladas se ajustaron a la baja (Gráfica 10). Como resultado de ello, se anticipa que los principales bancos centrales mantengan posturas de política monetaria altamente acomodaticias. En efecto, no se descarta que el BCE y el Banco de Japón tomen medidas adicionales de estímulo monetario en los siguientes meses; que el Banco de Inglaterra continúe postergando el primer incremento de su tasa de referencia; y que la Reserva Federal de Estados Unidos continúe su ciclo de normalización, aunque a un ritmo más gradual al previsto a finales del año pasado (Gráfica 11).

Gráfica 9
Estados Unidos: Diferencial de tasas de interés entre bonos corporativos de “alto rendimiento” y bonos gubernamentales de Estados Unidos
 Puntos base



Fuente: Bloomberg y JPMorgan.
 La duración promedio del índice de alto rendimiento es de 4.04 años y son bonos denominados en dólares de Estados Unidos. El sector de energía representa el 9.99% del índice de grado de alto rendimiento al tiempo que el de metales y minería el 2.81% del índice. Por otra parte, la capitalización de mercado del índice de alto rendimiento es de 1,162 mmd. Por bonos de alto rendimiento se entiende toda la deuda corporativa que tiene una calificación menor a BBB- impuesta por S&P.

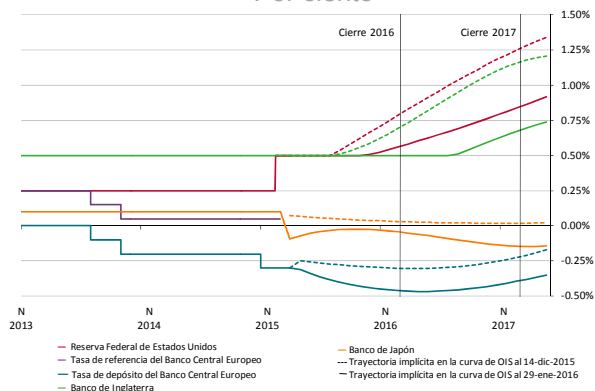
Gráfica 10
Estados Unidos, Eurozona y Reino Unido:
Compensación por inflación y riesgo
inflacionario implícita en los swaps* de inflación
a cinco años en cinco años
 Por ciento



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 periodo (tasa variable).

Gráfica 11
Evolución de la trayectoria de las tasas de
referencia de los principales bancos centrales
implícita en la curva OIS*
 Por ciento



Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

*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.

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 continuaron presentando un desempeño negativo, en un ambiente de mayor volatilidad (Gráfica 12 y Gráfica 13). Como se señaló previamente, entre los principales factores que contribuyeron a dicho comportamiento destacan la desaceleración de la economía mundial, la incertidumbre respecto de la economía en China y el importante ajuste a la baja en el precio del petróleo. Por otro lado, es importante mencionar que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos tuvo inicialmente un impacto limitado en el desempeño de los activos financieros de este conjunto de países, aunque posteriormente la percepción de políticas monetarias más divergentes entre países avanzados terminó alimentando la volatilidad en los mercados financieros.

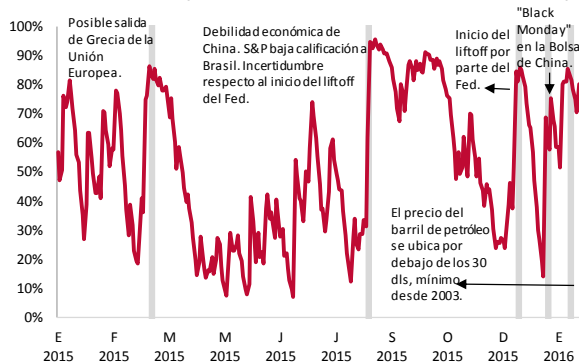
Gráfica 12
Variación de precios de activos financieros de
países emergentes del 14 de diciembre de 2015
al 29 de enero de 2016
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Mercado cambiario	Mercado Accionario	Mercado de Deuda
Latinoamérica	México	-4.9%	2.6%	-36
	Brasil	-3.5%	-10.3%	-18
	Chile	0.1%	3.3%	-22
	Colombia	2.0%	7.8%	8
Europa Emergente	Rusia	-7.4%	4.5%	48
	Polonia	-2.7%	0.9%	-32
	Turquía	0.7%	6.0%	-24
	República Checa	-1.4%	0.1%	-17
Asia	Hungría	0.4%	4.3%	-58
	Corea del Sur	-1.2%	-0.8%	-14
	Malasia	4.1%	2.3%	-28
	India	-1.0%	-1.1%	-19
	Filipinas	-0.7%	-0.9%	8
África	Tailandia	1.2%	2.6%	-15
	Indonesia	2.4%	5.5%	0
	Sudáfrica	-5.2%	2.2%	-62

Nota: Para las tasas de interés de los países emergentes se utilizó como referencia la tasa de interés del swap a plazo de 5 años. Las variaciones del mercado cambiario se refieren a las cotizaciones de cada divisa frente al dólar.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 13
Índice de condiciones de estrés en los
mercados financieros de países emergentes
 Percentiles (enero 1, 2010 a enero 29, 2016)



Nota: El índice de estrés de mercados financieros emergentes se construye a partir de la metodología de análisis de componentes principales utilizado por la Reserva Federal de San Luis y de Kansas para la construcción de sus índices de estrés. En términos generales el análisis de componentes principales permite extraer aquellos factores responsables de los movimientos correlacionados de un grupo de variables. Al igual que los índices mencionados, asumimos que el primer componente refleja el riesgo sistémico (en este índice, el primer componente representa el 27% del cambio en las variables) y para éste calculamos su volatilidad (índice de estrés de mercados financieros emergentes). En este análisis se utilizan los cambios porcentuales diarios de las siguientes variables: tipo de cambio, principales índices bursátiles, seguros de incumplimiento a plazo de 5 años y swaps de tasa de interés a 10 años (con excepción de Colombia e Indonesia en los que se usó el bono genérico de 10 años). Los países emergentes que se incluyen en la construcción del índice son los siguientes; Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Indonesia, Hungría, Malasia, México, Polonia, Tailandia, Turquía, Sudáfrica.
 Fuente: Bloomberg.

De esta manera, la mayoría de las monedas de países emergentes registraron depreciaciones importantes frente al dólar, alcanzando incluso en algunos casos los niveles de cotización históricamente más débiles con respecto a dicha divisa. Vale la pena destacar que, nuevamente, los mayores ajustes se registraron en las monedas de economías cuyo desempeño es más sensible al comportamiento del precio de los energéticos. Por su parte, en el mercado de renta fija destacó que las primas por riesgo soberano de estos países mostraron nuevos incrementos, mientras que los índices accionarios registraron retrocesos similares a los presentados en los mercados desarrollados. Finalmente, en lo que respecta a los flujos de capital a estos mercados, los datos más oportunos continúan mostrando salidas de inversionistas extranjeros, tanto de activos de renta fija, como de renta variable.

En este contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales, se espera que los

bancos centrales de América Latina continúen en los próximos meses con el ciclo de restricción monetaria que iniciaron desde el año pasado. Lo anterior debido a que en muchos de ellos se han observado repuntes importantes en las cifras de inflación. Por su parte, para la mayoría de los bancos centrales de Europa y Asia emergente no se anticipan cambios relevantes en sus posturas de política monetaria.

2.2.3. Mercados en México

En México, el impacto negativo de los choques externos previamente mencionados nuevamente fue absorbido primordialmente por el tipo de cambio, el cual registró una depreciación de cerca de 5 por ciento respecto a los niveles observados en la decisión de política monetaria previa (Gráfica 14). En contraste, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron un comportamiento estable, similar al de la mayoría de los mercados de renta fija de países desarrollados.

Gráfica 14
Tipo de cambio peso mexicano-dólar
 Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg.

En lo que respecta a las condiciones de operación del mercado cambiario, éste se mantuvo en términos generales ordenado y con liquidez. No obstante lo anterior, en los últimos días de enero se observó cierto deterioro (Gráfica 15). Adicionalmente, es importante mencionar que el pasado 28 de enero la Comisión de Cambios decidió extender la vigencia del mecanismo de subastas ordinarias y suplementarias diarias con precio mínimo por un monto de 200 millones de dólares cada una, las cuales finalizaban el 29 de enero de 2016 y que ahora continuarán hasta el 31 de marzo de 2016.

Gráfica 15
Índice de condiciones de operación del mercado cambiario



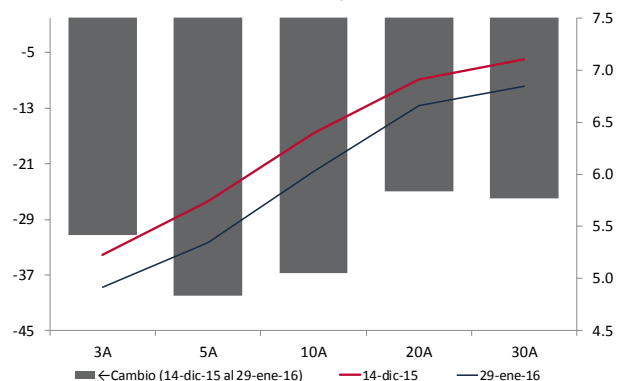
Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calcula los percentiles en el periodo de 2008 a 2016 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día. La línea vertical indica la última decisión 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 de los valores gubernamentales disminuyeron a lo largo de todos los plazos (Gráfica 16). De manera adicional, las condiciones de operación de estos instrumentos se mantuvieron relativamente estables y las tenencias de valores gubernamentales por parte de inversionistas extranjeros continuaron en niveles cercanos a sus máximos históricos. Por otro lado, las recientes lecturas de inflación en niveles mínimos históricos han provocado un ajuste importante en el mercado de tasas reales, en particular en las de los plazos más cortos. Es importante mencionar que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales se han mantenido muy estables alrededor de la meta permanente de inflación del Banco de México.

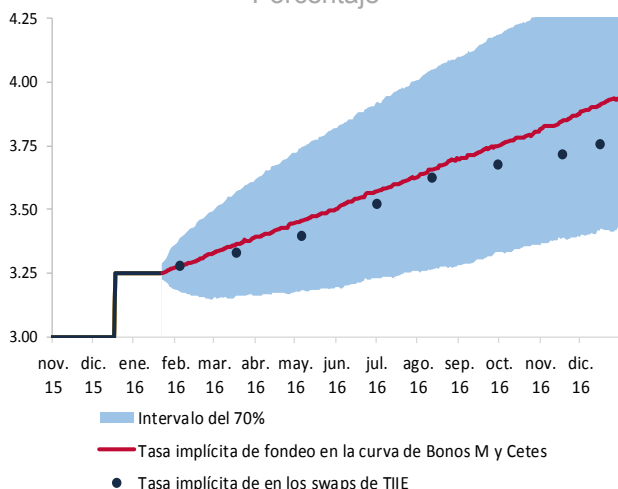
Con respecto a la política monetaria, las expectativas implícitas en la estructura de la curva de rendimientos continúan anticipando un ciclo de restricción monetaria de alrededor de 50 puntos base durante el presente año (Gráfica 17).

Gráfica 16
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa fija nominal
 Puntos base, por ciento



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

Gráfica 17
Rango esperado de la tasa de referencia del Banco de México implícito en la curva de bonos
 Porcentaje



Nota: El rango esperado para las tasas fue estimado con el siguiente modelo: $\partial r_t = k(\theta - r_t)\partial t + \sigma \partial W_t$, a través de 10,000 simulaciones Montecarlo utilizando la curva de Bonos M. Donde r_t es la tasa de interés de corto plazo, θ es la tasa de largo plazo a la cual converge r_t , k es la velocidad con la cual r_t converge a θ , σ es la volatilidad de la tasa de interés y W_t es un ruido blanco. Los parámetros estimados con la curva de bonos M fueron k , θ y σ . Este modelo se basa en la construcción de curvas de rendimiento a través del supuesto de no arbitraje, las tasas de interés de largo plazo tienden a una constante y se asume un mercado eficiente.

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

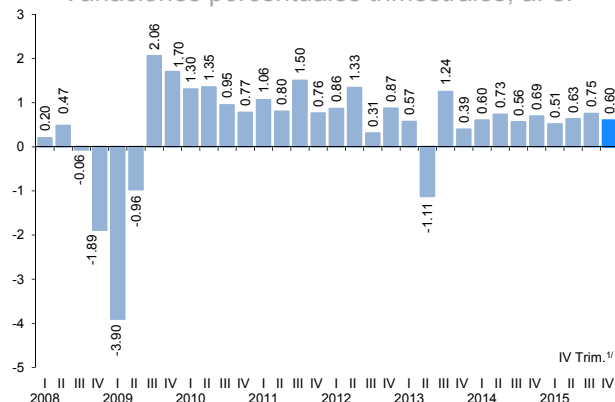
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

En el cuarto trimestre de 2015, la economía mexicana registró un crecimiento inferior al observado en el trimestre previo (Gráfica 18). Esta expansión se sustentó en el dinamismo del consumo privado, ya que la demanda externa continuó estancada y la inversión fija bruta redujo su ritmo de crecimiento.

Gráfica 18
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las cifras correspondientes al cuarto trimestre de 2015 se refieren a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

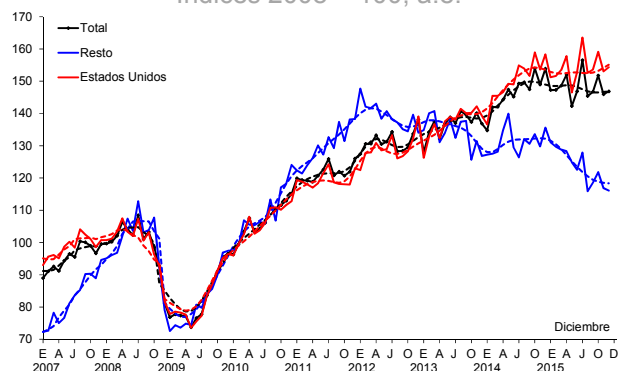
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En particular, algunos indicadores del consumo privado sugieren que éste continuó exhibiendo un ritmo relativamente elevado de crecimiento en el último trimestre de 2015, reflejo, en parte, del incremento en la masa salarial real. En contraste, la inversión mostró señales de un posible cambio de tendencia desfavorable como consecuencia de que, aunado a la trayectoria decreciente que ha venido presentando el gasto en construcción, la inversión en maquinaria y equipo se ha desacelerado recientemente. Por su parte, en el cuarto trimestre de 2015 las exportaciones manufactureras siguieron registrando un estancamiento, como reflejo de la desaceleración de la actividad industrial estadounidense y del deterioro de la demanda proveniente de otros países. En particular, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos exhibieron un bajo dinamismo, a la vez que las canalizadas al resto del mundo mantuvieron una tendencia negativa (Gráfica 19). Asimismo, en el último trimestre de 2015 las exportaciones petroleras continuaron disminuyendo, como consecuencia de reducciones

tanto en el precio de la mezcla mexicana de exportación de crudo, como del volumen exportado.

Gráfica 19
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2008 = 100, a.e.



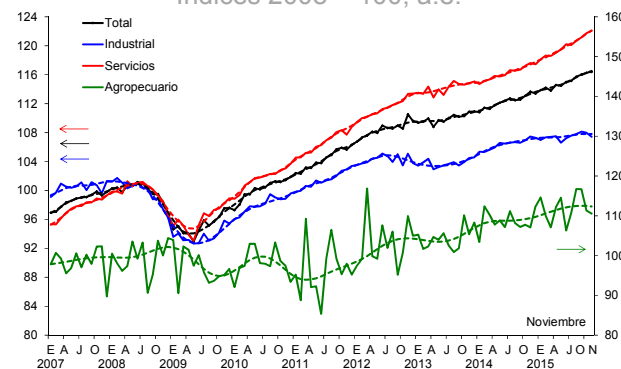
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

En cuanto a la actividad económica por el lado de la producción, de acuerdo al IGAE en el bimestre octubre-noviembre de 2015 el crecimiento del PIB continuó reflejando el dinamismo de los servicios, toda vez que la producción industrial exhibió un estancamiento (Gráfica 20). En particular, el comercio y los servicios de transportes e información en medios masivos fueron los que más aportaron al incremento en el sector de los servicios. Al interior de la producción industrial, la manufacturera mantuvo una tendencia positiva, si bien ha presentado una notoria desaceleración. Por su parte, el sector de la construcción registró una trayectoria negativa, a la vez que la minería continuó disminuyendo (Gráfica 21).

Gráfica 20
Indicador Global de la Actividad Económica

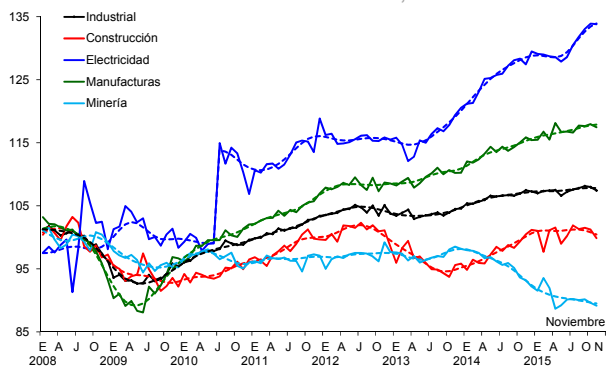
Índices 2008 = 100, a.e.



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

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

Gráfica 21
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a.e.



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

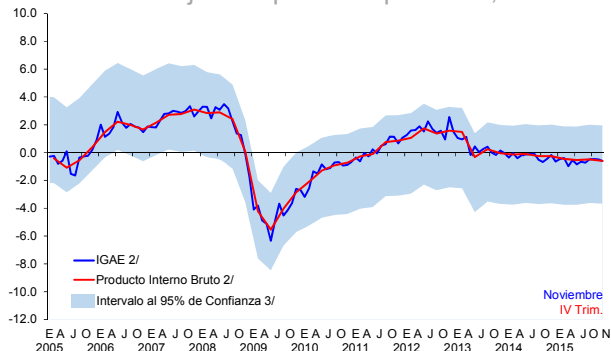
2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

En el último trimestre de 2015, prevalecieron condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores sugieren que estas parecerían estar disminuyendo gradualmente. Así, no se han presentado presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios. En particular, la brecha del producto continúa en terreno negativo (Gráfica 22).

En el mercado laboral, en el cuarto trimestre de 2015 la tasa de desocupación nacional mostró un nivel similar al del trimestre previo, en tanto que la tasa de desocupación urbana disminuyó en relación con el nivel del tercer trimestre (Gráfica 23). Además, la tasa de participación presentó una tendencia creciente, a la vez que el número de puestos afiliados al IMSS continuó registrando una trayectoria positiva. Por su parte, el comportamiento de los principales indicadores salariales, junto con el desempeño de la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra hayan exhibido un incipiente incremento, si bien continúan ubicándose en niveles históricamente bajos.

Gráfica 22
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.

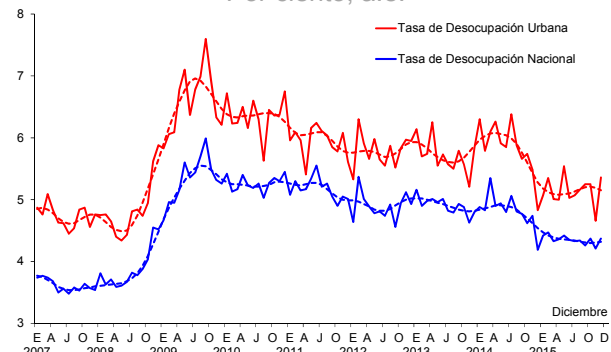
2/ El dato del PIB del cuarto trimestre de 2015 utilizado para el cálculo de la brecha corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI. Cifras del IGAE a noviembre de 2015.

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

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

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

Gráfica 23
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a.e.



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

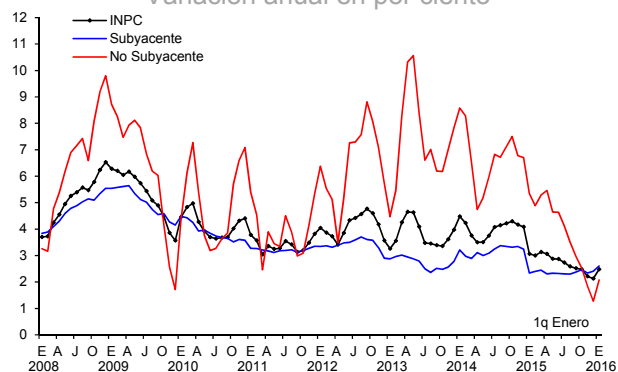
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó incrementando su ritmo de expansión durante el cuarto trimestre de 2015. Esto ha sido producto de mayores tasas de crecimiento del financiamiento interno, las cuales se explican, en parte, por una sustitución de fuentes externas por internas por parte de las empresas, así como por un mayor dinamismo en el crédito a los hogares. En este contexto, los costos de financiamiento, en general, permanecieron estables y cercanos a niveles mínimos históricos, al tiempo que la calidad de la cartera de crédito de la banca comercial continuó mostrando cierta mejoría. Lo anterior sugeriría que no hay presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de enero de 2016, la inflación general anual exhibió un repunte que se explica, principalmente, por efectos aritméticos esperados derivados de las bajas en las tarifas de servicio de telefonía que tuvieron lugar a inicios del año pasado. A dicho repunte también contribuyeron los incrementos de precios observados en ciertas hortalizas. No obstante, la reducción en los precios de algunos energéticos contribuyó a que el efecto de estos eventos sobre la inflación en la referida quincena fuera parcialmente compensado. De esta forma, después de que en diciembre de 2015 había presentado una variación anual de 2.13 por ciento (la cifra históricamente más baja), la inflación general registró una variación anual de 2.48 por ciento en la primera quincena de enero de 2016, cifra considerablemente por debajo del objetivo de 3 por ciento (Gráfica 24 y Cuadro 1).

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

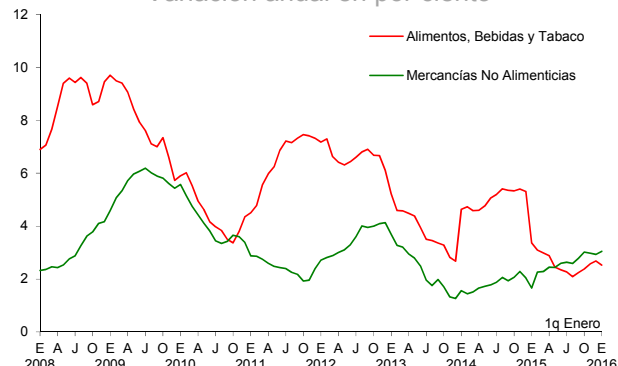


Fuente: Banco de México e INEGI.

Aunque permaneciendo en niveles bajos, la inflación subyacente anual aumentó de 2.41 a 2.61 por ciento entre diciembre de 2015 y la primera quincena de enero de 2016. Por una parte, la depreciación de la moneda nacional se ha manifestado en los precios de las mercancías durables, si bien sus incrementos han sido moderados y graduales y se han dado de manera pausada. Además, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias se mantiene en niveles bajos. Por otra parte, los precios

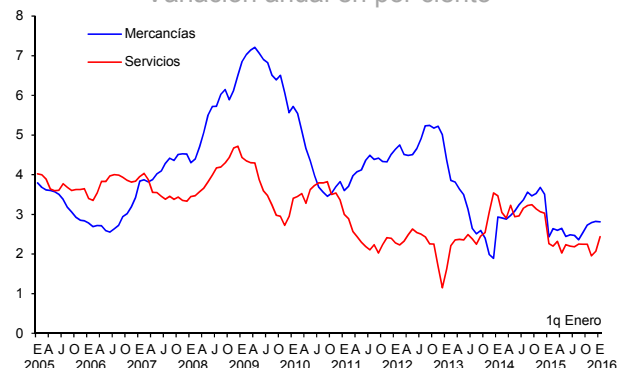
de los servicios incrementaron su tasa de variación anual debido al efecto aritmético que representó el hecho de que a principios de 2015 las tarifas de servicio de telefonía fija tuvieron disminuciones considerables, mismas que se sabía no se repetirían en 2016 (Gráfica 25 y Gráfica 26).

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



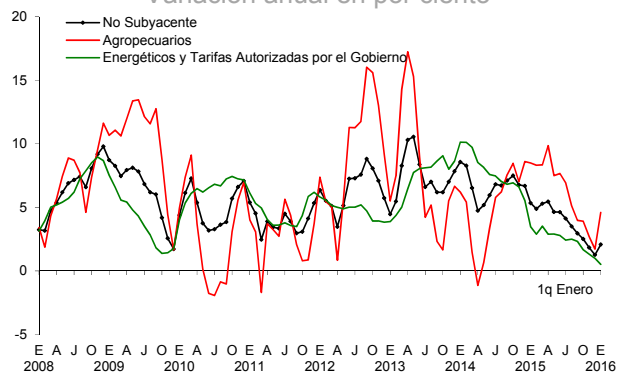
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 26
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Entre diciembre de 2015 y la primera quincena de enero de 2016, la variación anual del índice de precios no subyacente aumentó de 1.28 a 2.08 por ciento. Este incremento se debió, principalmente, a los aumentos de precio que se registraron en algunas hortalizas como el jitomate y la cebolla, mismas que elevaron la variación anual de los precios de los productos agropecuarios (Gráfica 27 y Cuadro 1).

Gráfica 27
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2016 disminuyeron de 3.4 a 3.1 por ciento, entre la encuesta de noviembre de 2015 y la de enero de 2016. Por su parte, las correspondientes al cierre de 2017 se mantuvieron en 3.3 por ciento entre las referidas encuestas, en tanto que aquellas para horizontes de más largo plazo consolidaron su reducción, ubicándose también en 3.3 por ciento por primera vez desde que se miden. Por otro lado, las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) se mantienen estables alrededor de 3 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario se mantuvo reducida e incluso mostró una tendencia a la baja. Así, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se ubicó en niveles cercanos a su mínimo histórico.

La trayectoria prevista para la inflación considera el desvanecimiento de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar a comienzos de 2015, los ajustes en precios relativos derivados de la

depreciación de la moneda nacional, así como el cambio en la determinación de los precios de la gasolina y, en consecuencia, en su estacionalidad, la cual puede implicar precios más altos de este combustible durante el segundo y tercer trimestre pero más bajos durante el primer y cuarto trimestre del año. De esta forma, se anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente gradualmente y que, derivado de la referida estacionalidad, alcance niveles ligeramente por encima de 3 por ciento y que cierre el año cerca de dicho nivel. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que aumente gradualmente a lo largo del año derivado del ajuste en precios relativos mencionado para finalizar 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que ambos indicadores se establezcan alrededor del objetivo permanente de inflación. Cabe señalar que esta previsión no significa un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios, sino que refleja los efectos esperados sobre la inflación de los factores citados.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, principalmente, que dadas las consecuencias que el entorno internacional ha tenido sobre el comportamiento del tipo de cambio, persista la depreciación reciente de la moneda nacional o se acentúe, lo cual pudiera contaminar las expectativas de inflación y provocar aumentos en los precios de los bienes no comerciables. En este mismo sentido, un dinamismo de la actividad económica mayor al anticipado, lo cual podría conducir a que la brecha del producto se cierre más rápido de lo previsto, si bien este riesgo se materializaría gradualmente. A la baja, que como resultado de las reformas estructurales, algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, exhiban disminuciones adicionales en sus precios. De igual forma, no puede descartarse que se revierta cuando menos parte de la depreciación reciente de la moneda nacional.

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

Concepto	Noviembre 2015	Diciembre 2015	Enero 1q 2016
INPC	2.40	2.13	2.48
Subyacente	2.51	2.41	2.61
Mercancías	2.66	2.82	2.81
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.51	2.68	2.53
Mercancías no Alimenticias	2.79	2.93	3.05
Servicios	2.38	2.07	2.44
Vivienda	1.96	2.01	2.04
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.29	4.40
Otros Servicios	2.28	1.46	2.27
No Subyacente	2.06	1.28	2.08
Agropecuarios	4.67	1.72	4.61
Frutas y Verduras	16.58	5.62	16.99
Pecuarios	-1.51	-0.46	-1.82
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	0.46	1.00	0.53
Energéticos	-0.71	0.06	-0.84
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.68	2.81	3.15

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros destacó que la actividad económica global continúa debilitándose. Mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación mundiales se deterioró respecto de la decisión anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que esta siguió mostrando un crecimiento sustentado en el comportamiento favorable del consumo privado. En cambio, las exportaciones manufactureras permanecieron estancadas, a la vez que la inversión fija bruta redujo su dinamismo. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores sugieren que estas están disminuyendo gradualmente. Durante los próximos trimestres no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para el crecimiento ha observado cierto deterioro en relación con la decisión previa de política monetaria. Respecto a la inflación, la mayoría subrayó que esta cerró 2015 en 2.13 por ciento, nivel mínimo histórico, si bien, como era previsto, repuntó ligeramente en la primera quincena de enero. A este resultado favorable de la inflación han contribuido la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos que sobre los precios al consumidor han tenido las reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado, en parte como resultado de las reformas estructurales. Además, la mayoría coincidió en que se prevé que tanto la inflación general como la subyacente cierren 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento, y que en 2017 ambos indicadores se establezcan alrededor de dicho nivel, congruente con el objetivo establecido para esta variable. Sin embargo, una inusitada volatilidad en los mercados internacionales, acompañada por caídas sustanciales en el precio del petróleo, entre otros factores, generó una depreciación significativa de la moneda nacional. De ahí que, con base en este factor, la mayoría de los integrantes estima que, en el corto plazo, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado, en tanto que en el mediano se mantuvo sin cambio respecto de la decisión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno concordó en que el crecimiento económico mundial continúa debilitándose, ante la atonía del crecimiento de los países avanzados, una persistente

desaceleración de los emergentes y un estancamiento del comercio mundial. Todos los integrantes destacaron que las perspectivas de crecimiento global se han revisado a la baja, a lo que algunos añadieron que dicho fenómeno lleva ya varios años y se ha podido observar en las continuas revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento publicados por los principales organismos financieros internacionales. Un miembro agregó que a pesar de lo anterior, se continúa previendo una recuperación gradual. Finalmente, la mayoría de los integrantes concluyó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial se deterioró respecto de la decisión anterior.

Profundizando en las causas detrás del bajo crecimiento global, un miembro comentó que parecería que la economía global se encuentra en un equilibrio de bajo crecimiento. Subrayó que entre las posibles explicaciones a este fenómeno sobresalen tres. La primera, que se ha llamado la hipótesis del estancamiento secular, hace referencia a factores de demanda. Esta se caracteriza por una insuficiencia de demanda, resultado de cambios estructurales tanto de la oferta de ahorro, como de la demanda de inversión, que han conducido a una caída en la tasa de interés real de equilibrio. Otra explicación hace referencia a factores de oferta, enfatizando un menor crecimiento potencial de la economía global asociado a una menor expansión de los factores productivos y, especialmente, de la productividad. Argumentó que factores como la educación o la demografía pudieran estar detrás de lo anterior. Agregó que otra hipótesis se enfoca en el fenómeno de histéresis, que sostiene que es posible que las recesiones tengan efectos permanentes sobre la actividad económica. Este miembro explicó que, en general, es muy complicado separar los factores de demanda de los de oferta. Asimismo, sostuvo que analizar la evolución de las tasas de interés a nivel global podría ayudar a la discusión. Comentó que estas tasas han mostrado reducciones importantes en los últimos 25 o 30 años en las economías avanzadas y, más recientemente, en las emergentes. En este contexto, y en congruencia con la hipótesis del estancamiento secular, mencionó que se ha planteado que la creciente desigualdad en el ingreso y la acumulación de reservas internacionales por parte de las economías emergentes hayan propiciado un mayor ahorro global, mientras que la caída en los precios de los bienes de capital y un menor crecimiento de la oferta laboral hayan afectado negativamente a la inversión. Así, explicó que la posibilidad de un estancamiento secular compromete la efectividad de la política monetaria, principalmente en las economías avanzadas, dado el supuesto límite inferior de cero para la tasa de política. Agregó que las políticas de relajamiento cuantitativo

en economías avanzadas podrían apoyar la economía, pero también podrían generar inestabilidad financiera. Finalmente, alertó que el sistema monetario internacional prevaleciente genera incentivos para un relajamiento monetario competitivo. En ese sentido, precisó que si los canales de demanda interna tradicionales están bloqueados en las economías avanzadas, entonces el canal por el que pudiera operar una política monetaria extremadamente acomodaticia es el correspondiente al tipo de cambio. Por consiguiente, más que generar demanda doméstica, la política monetaria desviaría demanda del resto del mundo hacia el país que ha relajado su política. Añadió que dada la presión que muchos gobiernos enfrentan para impulsar sus economías, existe un problema de acción colectiva, donde las autoridades de muchas economías, incluidas las emergentes, tienen incentivos a relajar las condiciones monetarias para generar demanda externa para sus productos. Estando de acuerdo con esta discusión, algunos miembros de la Junta de Gobierno apuntaron que los elementos aquí señalados podrían conducir a un equilibrio en el que la demanda fuera todavía menor en la economía global.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que en Estados Unidos el crecimiento del PIB disminuyó durante el cuarto trimestre de 2015, destacando la debilidad de su sector industrial y en especial de sus manufacturas, debido, entre otros factores, a la apreciación generalizada del dólar y a una menor demanda global. Algunos afirmaron que el descenso de la inversión, el ajuste de inventarios y el menor crecimiento del consumo también contribuyeron al menor dinamismo en ese país. La mayoría coincidió en que lo anterior contrasta con la fortaleza que hasta ahora ha mostrado el mercado laboral. Uno de ellos agregó que se ha observado una alta generación de empleos y que en este contexto, la tasa de desocupación se ubica alrededor de su nivel de largo plazo. La mayoría consideró que la inflación se mantiene baja y que algunas medidas de sus expectativas han disminuido, reflejando la renovada caída en los precios del petróleo y la apreciación que continuó mostrando el dólar. Un integrante anticipó que se espera que la economía de Estados Unidos vuelva a mostrar un crecimiento ligeramente por encima de su potencial a medida que los factores que han frenado su economía vayan disipándose. No obstante, señaló que todavía no son claras las implicaciones de los ajustes en los mercados financieros internacionales sobre la economía estadounidense. Añadió que la recuperación del sector industrial de ese país podría verse afectada en caso de que persistan la apreciación de su moneda y los bajos precios del petróleo.

Respecto a la política monetaria en Estados Unidos, la mayoría de los miembros destacó que la Reserva Federal, en su última decisión, mantuvo su tasa de referencia sin cambio, como era esperado, y enfatizó que la trayectoria de los incrementos subsecuentes será gradual y continuará dependiendo de la evolución observada y esperada del empleo y de la inflación. La mayoría subrayó que el Comité Federal de Mercado Abierto evaluará el entorno global y su efecto en el balance de riesgos para la actividad económica y la inflación. De esta forma, mencionó que se ha acentuado la expectativa en los mercados financieros de un ciclo de alzas de la tasa de fondos federales más gradual al previamente anticipado. Uno comentó que la fortaleza del dólar es un fenómeno endógeno, resultante de las posturas monetarias relativas. Otro recalzó que se han ampliado las diferencias entre las últimas proyecciones de dicho Comité, las expectativas de los analistas y la información proveniente de instrumentos de mercado, en lo que corresponde a los movimientos futuros de la tasa de referencia de la Reserva Federal, lo que podría contribuir a aumentar la volatilidad en los próximos meses. Hacia adelante, uno alertó que la posibilidad de una sorpresa persiste dado que la Reserva Federal ha reiterado que sus acciones dependerán de las condiciones económicas imperantes y esperadas al momento de cada decisión.

En cuanto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros de la Junta destacó la atonía de su crecimiento, a lo que uno agregó que esto se trata de una situación de carácter estructural. La mayoría indicó que en la zona del euro la recuperación ha sido lenta y frágil y que incluso los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación se han acentuado. Al respecto, un integrante mencionó que las tasas de crecimiento en esta región han estado notoriamente por debajo del nivel deseado por parte del Banco Central Europeo. Otro agregó que se espera un leve repunte de la tasa de crecimiento este año y el siguiente, aunque con claros riesgos a la baja. Por su parte, un miembro expuso que en Japón el ritmo de actividad económica mejoró ligeramente en 2015, pero que la inflación continúa sin dar señales claras de una tendencia hacia el objetivo del Banco Central. Otro advirtió que el crecimiento en este país ha estado por debajo de lo esperado por su autoridad monetaria. Por otra parte, un integrante consideró que en el Reino Unido ante el débil desempeño de la demanda externa, la caída del precio del petróleo y el modesto crecimiento de los salarios, se espera que el banco central mantenga una política monetaria acomodaticia por un periodo más prolongado al previamente anticipado. La mayoría mencionó que el Banco Central Europeo abrió la posibilidad de un mayor relajamiento de su postura monetaria y el Banco Central de Japón

anunció medidas adicionales de estímulo monetario, indicando que ello aumentó aún más la divergencia entre las posturas de la política monetaria de los países avanzados.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno destacó la caída adicional que registraron los precios internacionales de diversas mercancías básicas, en particular del petróleo. Algunos de ellos atribuyeron la caída del precio de este bien a la debilidad de la actividad económica mundial y, en particular, a la menor expansión en China. Además señalaron que tomando en cuenta la actual sobreoferta de crudo, los elevados niveles de inventarios y la casi agotada capacidad de almacenamiento adicional, es previsible que persista el significativo desbalance estructural entre oferta y demanda de crudo, por lo que se anticipa que los precios del petróleo se mantengan bajos por un período considerable. Un integrante mencionó que en algunos países exportadores de petróleo, la caída en el precio de esta materia prima ha tenido implicaciones macroeconómicas derivadas de una pérdida de riqueza importante. Ello, a través de un impacto negativo sobre las finanzas de las compañías petroleras, lo que a su vez ha afectado, en algunos casos, la producción industrial y las bolsas de valores en estos países.

Por lo que respecta a las economías emergentes, todos los miembros mencionaron que la actividad económica en este grupo de países continuó registrando un crecimiento débil. La mayoría coincidió en que este desempeño es explicado, en parte, por la caída en los precios de las materias primas, la mayor restricción de las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales, la debilidad económica global y, en particular, la desaceleración de la economía china. Un integrante agregó que lo anterior también ha sido resultado de un proceso de contagio que inició con la disminución de la capacidad de crecimiento de las economías avanzadas a raíz de la crisis financiera global. Apuntó que este proceso se ha complicado por una inadecuada respuesta de política por parte de algunos países emergentes. Añadió que el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, junto con la complejidad que le añade la postura monetaria relajada anunciada por algunos bancos centrales, son otros factores que ayudan a explicar la debilidad de las economías emergentes. Respecto a China, la mayoría de los miembros coincidió en que persiste la incertidumbre en torno a su fortaleza financiera, sus perspectivas de crecimiento y la eficacia de sus políticas cambiaria y bursátil. Asimismo, destacó que se mantienen dudas sobre la precisión con la que las estadísticas oficiales cuantifican la desaceleración de la actividad económica. Algunos miembros comentaron que lo

anterior ha generado un entorno de poca credibilidad acerca del manejo de la economía china que se ha reflejado en salidas de capitales, lo que a su vez ha conducido al uso de reservas internacionales por parte de sus autoridades para contener la depreciación del yuan. Un integrante añadió que, si bien las autoridades en China han tratado de ajustar sus políticas cambiaria y de intervención en el mercado bursátil, estas han tenido poco éxito, sobre todo por su falta de claridad. Otro miembro agregó que se anticipa que la economía china crezca a tasas secuencialmente más moderadas en los próximos años, conforme las estructuras de producción y demanda se reorienten hacia los servicios y al consumo privado. No obstante, alertó que ante los retos mencionados, persiste el riesgo de que el ajuste de la economía sea menos gradual y ordenado. La mayoría señaló que en adición a la problemática de la economía china, otros países emergentes importantes, como Brasil y Rusia, también muestran vulnerabilidades macroeconómicas importantes en un entorno de agotamiento de sus respuestas de política. Finalmente, un miembro comentó que en el contexto descrito, las economías emergentes siguen enfrentando importantes riesgos a la baja. En cuanto al comportamiento de la inflación mundial, algunos integrantes destacaron que en las economías avanzadas su desempeño ha sido notoriamente más bajo de lo anticipado por las autoridades monetarias, en parte como resultado de las caídas adicionales en los precios de las materias primas y la desaceleración de la economía mundial. En lo que respecta a la inflación en las economías emergentes, un integrante señaló que esta enfrenta riesgos al alza, sobre todo por la importante depreciación que han registrado las divisas de estos países frente al dólar. En cuanto al balance de riesgos para la inflación a nivel mundial, la mayoría notó que este se deterioró con respecto a la reunión anterior.

Todos los miembros resaltaron que los mercados financieros internacionales registraron un aumento importante en su volatilidad en el contexto descrito previamente. Algunos miembros destacaron que lo anterior se ha observado después de un periodo de relativa calma posterior a la decisión de la Reserva Federal de aumentar la tasa de fondos federales en diciembre del año pasado, subrayando que los menores precios del petróleo se han convertido en una fuente de retroalimentación de la volatilidad financiera internacional. Uno explicó que la mayor aversión al riesgo se ha reflejado en descensos de los índices bursátiles, una apreciación generalizada del dólar y caídas de las tasas de interés de un gran número de economías. Finalmente, la mayoría alertó que hacia adelante no se puede descartar que la volatilidad en los mercados financieros permanezca alta e incluso se

incremento. Uno de ellos mencionó que ello puede tener efectos adversos sobre los mercados emergentes, en un contexto en que muchos activos financieros se encuentran posiblemente sobrevalorados como resultado de las políticas laxas de economías avanzadas por ya un tiempo considerable.

La mayoría de los integrantes afirmó que en el cuarto trimestre de 2015 la actividad económica en México continuó mostrando un crecimiento sustentado en el comportamiento del consumo privado. Añadió que lo anterior ha sido reflejo, en parte, de la evolución positiva del mercado laboral y de la baja inflación, lo cual ha producido incrementos en la masa salarial real. Uno de los integrantes apuntó que la importante creación de empleo formal, que ha dado más acceso al crédito a los hogares, y el aumento significativo de las remesas, también han impulsado el consumo. En contraste, la mayoría destacó que las exportaciones manufactureras continuaron estancadas, principalmente como reflejo de la debilidad en la actividad industrial estadounidense, y señaló que la inversión redujo su dinamismo. En particular, uno de ellos resaltó las caídas en la construcción no residencial y en las importaciones de bienes de capital. Por el lado de la oferta, la mayoría subrayó el desempeño favorable del sector servicios. Sin embargo, algunos puntualizaron que el sector industrial se mantuvo débil como reflejo de la desfavorable evolución de este sector en Estados Unidos y de la debilidad de la producción petrolera y de la construcción. En consecuencia, la mayoría prevé que se haya registrado un crecimiento de la actividad productiva en el cuarto trimestre de 2015 moderadamente inferior al observado en el trimestre previo.

Uno de los miembros consideró que durante este año y el siguiente se espera que las exportaciones tengan una mayor contribución al crecimiento de la actividad económica en México. Ello, ante la expectativa de un repunte en la producción industrial estadounidense, combinado con la depreciación del peso frente al dólar, lo que permitiría una recuperación de las exportaciones mexicanas de manufacturas. Lo anterior, en conjunto con la expansión de la demanda interna, permitiría un fortalecimiento gradual del ritmo de crecimiento del PIB en los próximos dos años, si bien a un ritmo menor que lo anticipado. Algunos integrantes destacaron que la mayoría de los analistas ha revisado moderadamente a la baja las previsiones sobre la recuperación de la actividad económica en México para 2016 y 2017. Así, la mayoría consideró que prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores sugieren que estas están disminuyendo

gradualmente. En este contexto, no anticipó presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada durante los próximos trimestres.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento ha mostrado cierto deterioro respecto al momento de la decisión previa de política monetaria. La mayoría señaló como principales riesgos a la baja una recuperación de la economía estadounidense que demore más de lo previsto, así como caídas adicionales en los precios del petróleo. Uno de los integrantes mencionó también la posibilidad de que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se prolongue, afectando de manera más severa las condiciones externas para las economías emergentes, así como la insuficiente fortaleza de los principales determinantes del consumo privado, los bajos niveles de confianza empresarial, la debilidad de la construcción no residencial y el riesgo de nuevos descensos de la producción de petróleo.

La mayoría de los miembros destacó que la inflación general cerró 2015 en 2.13 por ciento, nivel mínimo histórico desde que se mide el INPC. Agregó que, como se anticipaba, la inflación anual mostró un repunte en la primera quincena de enero a 2.48 por ciento. En particular, la mayoría concordó en que este resultado está explicado, en gran medida, por el efecto previsto de base de comparación derivado de las reducciones en los precios de los servicios de telefonía que tuvieron lugar en enero de 2015, el cual fue en parte compensado por el impacto de la política de precios de los energéticos para 2016. Algunos miembros agregaron que tanto la inflación general, como sus componentes subyacente y no subyacente, se mantuvieron por debajo del 3 por ciento en enero. Asimismo, la mayoría mencionó que a este resultado favorable de la inflación han contribuido la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos que sobre los precios al consumidor han tenido las reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado, como los energéticos y los servicios de telecomunicaciones, producto de las reformas estructurales. La mayoría de los miembros destacó que la inflación subyacente continuó reflejando el cambio en precios relativos inducido por la depreciación de la moneda nacional. En particular, señaló que los precios de las mercancías durables han aumentado de manera pausada y gradual, y que hasta ahora no se han observado efectos de segundo orden en los precios de bienes y servicios no comerciables derivados del ajuste del tipo de cambio. Un miembro puntualizó que el bajo traspaso del tipo de cambio a los precios también ha sido apoyado por la fase actual del ciclo económico. Por otro lado, la mayoría apuntó que la

inflación no subyacente aumentó más de lo esperado durante las primeras semanas de 2016, como consecuencia de alzas temporales en los precios de algunos productos agropecuarios.

Todos los integrantes concordaron en que las expectativas de inflación para el cierre de 2016 y 2017 provenientes de encuestas entre analistas continuaron descendiendo. La mayoría señaló que aquellas correspondientes a horizontes de mayor plazo consolidaron su reducción y se ubican en 3.3 por ciento por primera vez desde que se miden; no obstante, un miembro destacó que estas aún se encuentran por encima del objetivo permanente del Banco de México. Asimismo, un integrante puntualizó que esta situación es excepcional, por lo que es indispensable redoblar esfuerzos para asegurar la consolidación de la inflación al referido objetivo. Por su parte, otro miembro indicó que, en buena medida, la disminución en las expectativas refleja la credibilidad de la política monetaria y las reformas estructurales que se han estado llevando a cabo. Finalmente, la mayoría de los miembros consideró que las expectativas implícitas en instrumentos de mercado de largo plazo se mantienen estables alrededor de 3 por ciento. La mayoría de los integrantes resaltó que se anticipa que tanto la inflación general, como la subyacente, cierren 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento, y que en 2017 ambos indicadores se estabilicen alrededor de dicho nivel, congruente con el objetivo establecido para esta variable. Un miembro agregó que, ante esta perspectiva, es más viable que se consolide la convergencia al señalado objetivo. La mayoría especificó que la trayectoria esperada de la inflación reflejaría el efecto aritmético de la reversión de algunos choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015 y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de algunos bienes, mas no un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios.

Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que, en el corto plazo, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado, en tanto que en el mediano se mantuvo sin cambio respecto de la decisión anterior. Por su parte, algunos miembros indicaron que el balance es al alza. Entre los riesgos al alza, la mayoría mencionó que el más importante es que, dadas las consecuencias que el entorno internacional ha tenido sobre el comportamiento del tipo de cambio, persista la depreciación reciente de la moneda nacional o se acentúe, lo cual pudiera llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a aumentos de precios de los bienes no comerciables. Un miembro agregó que el riesgo de una depreciación más profunda del peso frente al dólar de hecho ya se ha materializado, por lo que podría haber aumentado el

peligro de efectos de segundo orden. La mayoría resaltó la posibilidad de que un crecimiento de la actividad económica mayor al esperado conduzca a que la brecha del producto se cierre más rápido de lo previsto, si bien apuntó que es de esperarse que lo anterior se manifieste de manera gradual. Algunos miembros sostuvieron que este riesgo es importante a la luz de las dificultades que existen para obtener una estimación precisa del crecimiento potencial de la economía. Como riesgos adicionales al alza, algunos recalcaron la posibilidad de que se registre un aumento brusco de los precios de los productos agropecuarios. Uno de ellos subrayó que su comportamiento reciente se ubica muy por debajo de su tendencia de largo plazo, si bien otro enfatizó que, de materializarse este riesgo, su efecto sobre la inflación sería temporal. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría resaltó la posibilidad de que continúen registrándose reducciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicaciones y los energéticos, como consecuencia de las reformas estructurales. Además, señaló el riesgo de que se revierta cuando menos parte de la depreciación reciente de la moneda nacional. Al respecto, un integrante agregó que lo anterior podría materializarse en la medida en que algunos choques del exterior pudieran comenzar a revertirse.

La mayoría de los miembros señaló que la volatilidad en los mercados financieros globales se reflejó en los mercados financieros en México, principalmente, en una depreciación adicional significativa del peso mexicano frente al dólar estadounidense. Algunos de ellos destacaron que dicha depreciación fue incluso mayor a la observada en otras monedas de economías emergentes. La mayoría de los miembros recalcó que un factor que posiblemente esté afectando la cotización de la moneda nacional podría estar relacionado con las implicaciones que la caída en el precio del petróleo pudiera tener para la economía mexicana, específicamente para las finanzas públicas y para Pemex. En particular, algunos miembros apuntaron que se ha observado una elevada correlación entre los precios del petróleo y el comportamiento del peso, lo que podría estar reflejando el efecto adverso de Pemex sobre la producción industrial y la todavía alta dependencia de los ingresos fiscales respecto de los petroleros, comprometiendo a su vez las finanzas públicas. Asimismo, la expansión del gasto corriente por arriba de lo presupuestado y la ausencia de un mayor ajuste en 2015 no parecen dar señales adecuadas en el difícil entorno internacional actual y previsible. Un miembro señaló que la posible asociación del peso con las finanzas públicas se refleja en los aumentos de los indicadores de riesgo soberano y de Pemex, así

como en la elevada pendiente de la curva de rendimientos. En este entorno, otro miembro subrayó que la caída en el precio del petróleo ha afectado a los países emergentes en su conjunto, por lo que México no ha estado exento. Incluso destacó que parte de la depreciación nominal tendría que traducirse en una depreciación real, ya que la caída en el precio del petróleo y las menores perspectivas de crecimiento global implican un choque real para la economía mexicana. En este sentido, un ajuste fiscal oportuno facilitará la depreciación real que se requiere, dados los choques recibidos. La mayoría enfatizó que otro factor detrás del comportamiento de la moneda nacional es el hecho de que el peso se utiliza como un instrumento de cobertura de riesgo en otras economías emergentes durante periodos de estrés, como el actual. Así, consideró que sería de esperarse que hacia adelante se observe un fortalecimiento del peso frente al dólar estadounidense. Adicionalmente, algunos miembros apuntaron la importancia de las medidas implementadas por la Comisión de Cambios para asegurar un comportamiento adecuado de los mercados financieros domésticos en la intermediación de los choques que enfrenta la economía.

En este contexto, todos recalcaron que es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en México. La mayoría concordó que para hacerle frente a los retos globales actuales, además de contar con una política monetaria flexible que permita hacer modificaciones al ritmo que sea pertinente, se requieren esfuerzos en diversos ámbitos. En particular, apuntó que será necesario llevar a cabo los ajustes requeridos en las finanzas públicas, incluyendo a Pemex, para absorber el choque a los ingresos públicos que ha representado la caída y el deterioro de las perspectivas del precio del petróleo. Un miembro destacó que, ante la coyuntura actual, es claro que algunas empresas petroleras en otros países ya han hecho ajustes significativos para reducir su gasto y algunos proyectos de inversión, situación que sería deseable ver en México. Algunos agregaron que es muy importante el ancla de la política fiscal, dada la complejidad de los factores externos y el entorno en donde quizá hay poco espacio para que el tipo de cambio real de las economías emergentes se aprecie. Lo anterior, ya que un ajuste fiscal acomoda la depreciación del tipo de cambio real, reduciendo presiones sobre los precios de los bienes no comerciables, lo que a su vez disminuye las presiones sobre incluso una mayor depreciación del tipo de cambio nominal. Adicionalmente, uno de ellos indicó que a su parecer no sería recomendable ajustar la política monetaria al mismo tiempo que se lleva a cabo un ajuste en la política fiscal, ya que la actual fase del ciclo económico, así como la inflación y sus perspectivas,

parecerían no ameritarlo. No obstante, alertó que existe un canal de expectativas y de toma de riesgos que podría conducir a una depreciación excesiva y/o desordenada del tipo de cambio nominal y que, ante ello, habría que mantenerse muy vigilante, porque en este caso sí se tendría que emplear la política monetaria. Por su parte, otro miembro subrayó que el alto nivel de la inversión de no residentes en valores gubernamentales en pesos podría cambiar abruptamente si los fundamentos internos no se perciben lo suficientemente sólidos, lo que representaría un riesgo importante para la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Por su parte, la mayoría reconoció que es necesario continuar implementando adecuadamente las reformas estructurales, en particular en el sector de hidrocarburos. En este sentido, algunos miembros subrayaron la importancia de reforzar dichas reformas, ya que ante el menor crecimiento global observado, son las economías emergentes las que se han visto afectadas de manera particularmente adversa. Así, sería recomendable para México diferenciarse ampliando su capacidad de crecimiento por fuentes internas a través de una mayor competitividad y productividad. Todo esto, concordó la mayoría, deberá incrementar la confianza en México, contribuyendo a distinguirlo de otros países emergentes, de tal forma que el componente de riesgo soberano en las tasas de interés, al igual que otras primas de riesgo, principalmente el riesgo crediticio, permanezcan en niveles bajos.

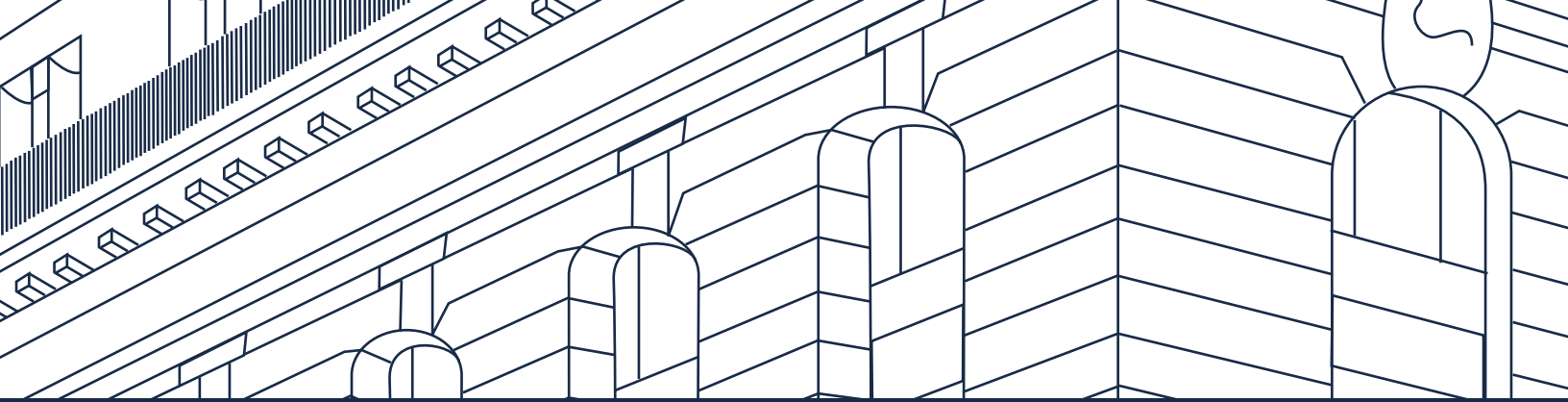
Todos los miembros de la Junta destacaron que dado el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo, la postura de política monetaria en México continúa siendo congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento. No obstante, la mayoría señaló que la política monetaria se encuentra actualmente en una situación muy compleja, ya que la coyuntura ha cambiado desfavorablemente y los riesgos se han acentuado, por lo que tiene que permanecer atenta a distintos factores. En particular, concordó en que seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Un miembro indicó que la fase del ciclo por la que atraviesa la economía parecería no conducir a presiones sobre las tasas. Sin embargo, la mayoría apuntó que dada la integración y apertura comercial y financiera de México con el exterior y, particularmente, con Estados Unidos, no sería recomendable comprimir el diferencial de las tasas de interés con Estados Unidos, por lo que la Junta deberá mantenerse atenta a las condiciones monetarias

relativas, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, explicaron algunos, es particularmente relevante ante el entorno global de elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales, que podrían afectar los flujos de capital de corto plazo -los cuales son muy sensibles al diferencial de tasas de interés ajustados por el costo de cobertura cambiaria- y a su vez generar presiones de depreciación sobre el tipo de cambio. Uno de los miembros de la Junta señaló que bajo circunstancias de mayor tranquilidad, la política monetaria en México podría contar con mayores márgenes de maniobra para responder a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Algunos integrantes advirtieron que la postura monetaria tendría que ajustarse de persistir o agravarse la situación de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Lo anterior si ello diera lugar a presiones adicionales en el tipo de cambio y a riesgos para la inflación o la estabilidad financiera. Ello, señalaron, debería llevarse a cabo independientemente de si las presiones se derivan de los movimientos en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos, o de otros factores. Con respecto a la respuesta a incrementos adicionales a la tasa de fondos federales, agregaron que no debería descartarse la posibilidad de un ajuste más agresivo en la postura monetaria en México si esto se percibiera como indispensable para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Así, la mayoría coincidió que es importante transmitir el mensaje de que la Junta de Gobierno actuará con flexibilidad y oportunidad para ajustar su postura al ritmo que sea pertinente.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en cuenta lo expuesto, dado que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo continúa siendo congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 3.25 por ciento.

No obstante, y tomando en consideración que la coyuntura actual ha cambiado desfavorablemente y que los riesgos se han acentuado, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. En este contexto, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 18 de febrero de 2016

