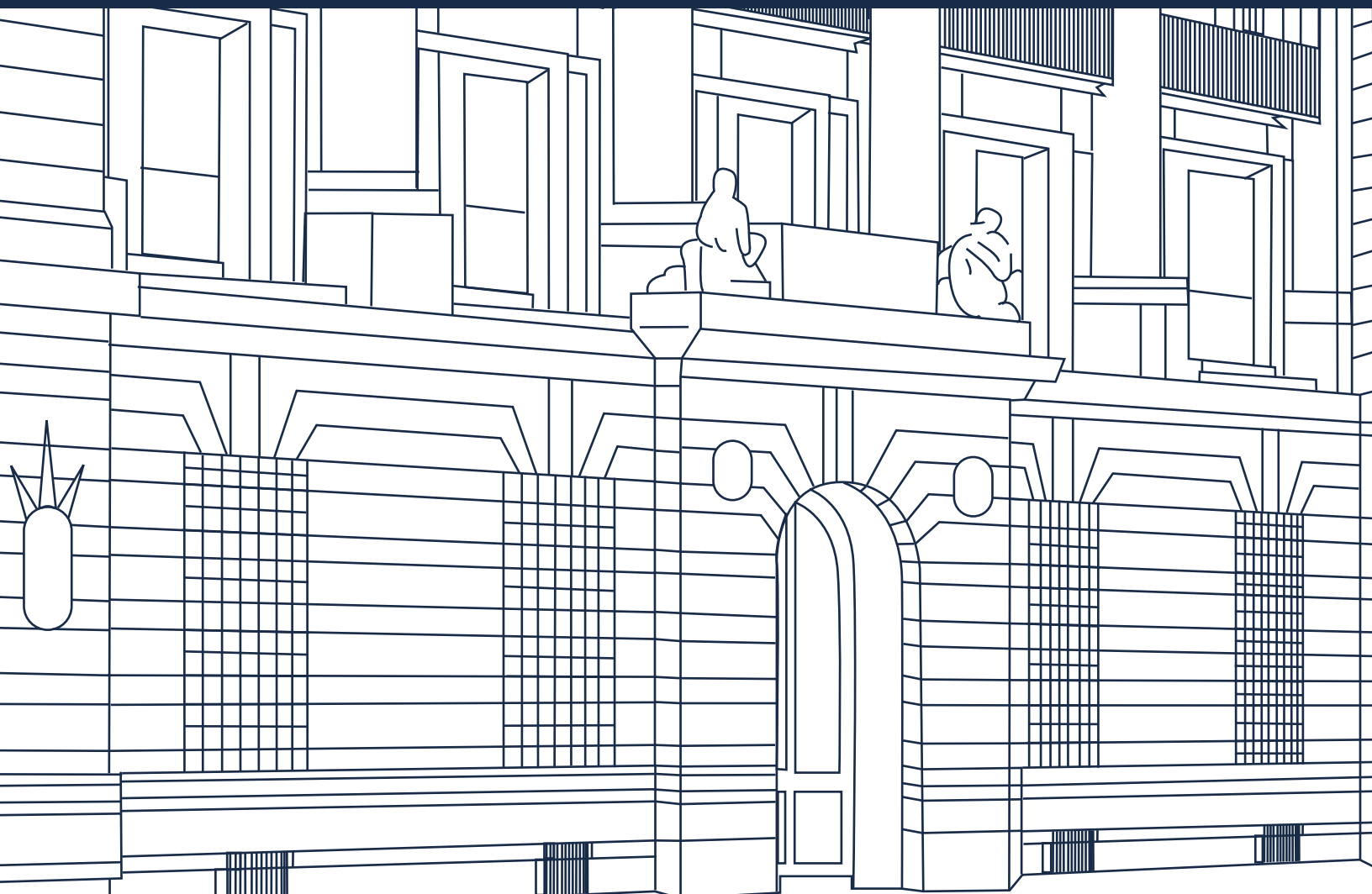




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 32

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 5 de diciembre de 2014



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 diciembre de 2014.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

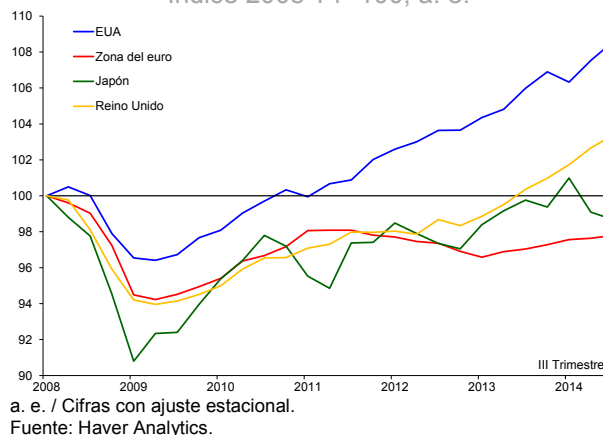
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

El dinamismo de la economía mundial se moderó durante el tercer trimestre en un contexto de crecientes divergencias entre regiones y países. Por un lado, las economías de Estados Unidos y Reino Unido siguieron recuperándose (Gráfica 1). En contraste, la zona del euro continuó mostrando debilidad, mientras que en Japón incluso se observó una caída adicional en el producto. Por su parte, la desaceleración de las economías emergentes se ha intensificado a raíz de la disminución en los precios de las materias primas.

Gráfica 1 PIB Real

Índice 2008 T1=100, a. e.



En Estados Unidos, la actividad económica creció a una tasa trimestral anualizada de 3.9 por ciento en el tercer trimestre, debido a una expansión de la demanda privada interna y a una menor restricción fiscal. La información disponible sobre el gasto en consumo personal, los envíos de bienes de capital, y los inicios de construcción de casas sugieren que la expansión de la demanda interna privada en dicho país ha continuado durante el cuarto trimestre, aunque a un ritmo relativamente más moderado que en los dos trimestres previos. Por su parte, la producción manufacturera aminoró su crecimiento reflejando una caída en los pedidos externos, ante la mayor debilidad de la economía mundial.

El mercado laboral en Estados Unidos ha seguido mostrando una mejoría significativa. Sin embargo, la gradual reducción en las condiciones de holgura en dicho mercado aún no se ha visto reflejada en mayores presiones al alza sobre los salarios y la inflación.

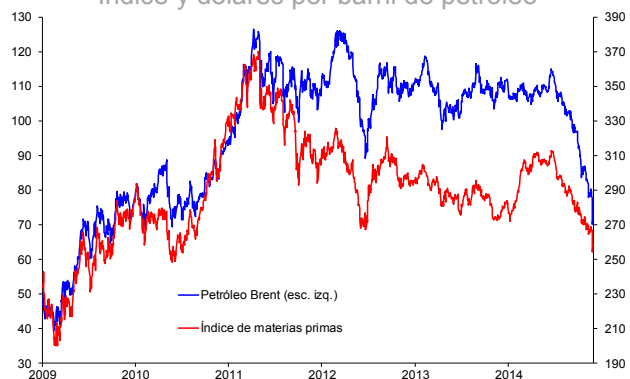
En la zona del euro, durante el tercer trimestre el crecimiento fue débil ante el deterioro en la confianza de los consumidores y los negocios, los elevados niveles de desempleo y el proceso de ajuste en los balances de los sectores público y privado. En particular, la región registró una expansión trimestral anualizada de 0.6 por ciento en el trimestre referido.

En Japón, el crecimiento del PIB se contrajo nuevamente en el tercer trimestre, a una tasa trimestral anualizada de 1.6 por ciento. La persistente caída en la inversión privada y la lenta recuperación del consumo sugieren un impacto mayor a lo anticipado del incremento en el impuesto al consumo.

En algunas de las principales economías emergentes, la desaceleración económica, producto de la debilidad de la demanda interna y de problemas estructurales, se ha intensificado ante la disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo. Esto es particularmente relevante en aquéllas con mayor dependencia de sus exportaciones en materias primas.

En efecto, los precios de las materias primas continuaron, en general, mostrando una tendencia a la baja (Gráfica 2). Los precios del petróleo crudo disminuyeron debido, principalmente, a una expansión sostenida en la producción de petróleo en Estados Unidos, y a que ésta no fue contrarrestada por un recorte en la producción de la OPEP, lo que se ha combinado con una disminución en la demanda producto del menor crecimiento económico mundial. Por su parte, los precios de los granos, en particular del maíz y el trigo, después de haber disminuido durante cinco meses consecutivos, registraron una ligera recuperación en las últimas semanas a raíz de que los agricultores en Estados Unidos retiraron del mercado parte de su producción.

Gráfica 2
Precios Internacionales de las Materias Primas
Índice y dólares por barril de petróleo

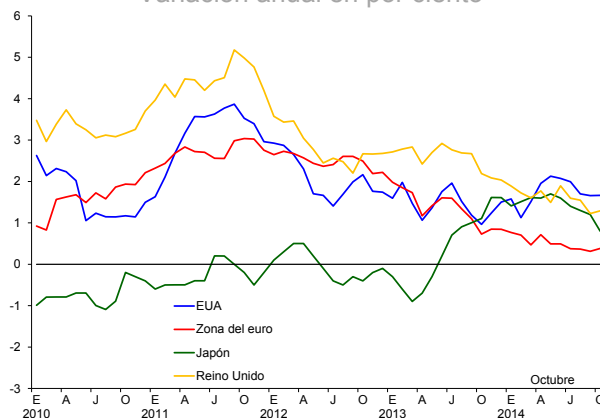


Fuente: Bloomberg.

El lento crecimiento de la demanda mundial y la caída en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo, han contribuido a menores presiones inflacionarias a nivel global. En Estados Unidos, la inflación y sus expectativas han disminuido ligeramente, mientras que en Japón y la zona del euro las caídas en estas variables han sido más pronunciadas, por lo que ha aumentado la percepción de riesgos de deflación en estos países (Gráfica 3).

Por su parte, la inflación ha permanecido baja en gran parte de las economías emergentes ante la debilidad de su demanda interna y la caída en los precios de productos primarios. Incluso, en algunos países de Europa emergente se han observado variaciones negativas de sus índices de precios. No obstante, existen algunas excepciones como Brasil Rusia, Sudáfrica y Turquía, en las que la inflación supera su meta o se ubica cerca de su límite superior.

Gráfica 3
Precios al Consumidor^{1/}
Variación anual en por ciento



1/ Excluye el efecto del alza en los impuestos al consumo en Japón.
Fuente: Haver Analytics, Banco de Japón.

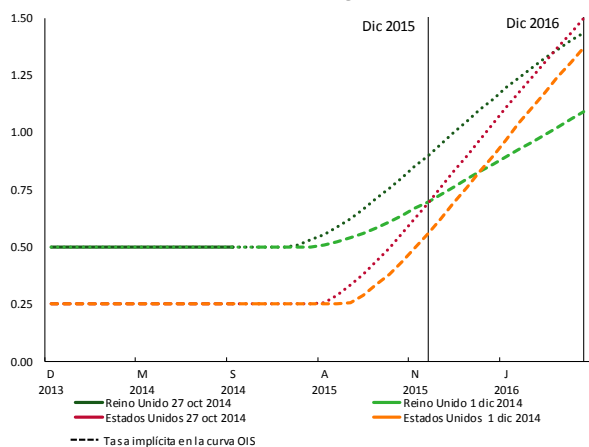
La política monetaria de las principales economías avanzadas continúa siendo acomodaticia, si bien se prevé que sus posturas diverjan de manera más marcada a partir del próximo año, principalmente en respuesta a perspectivas de crecimiento e inflación diferenciadas. La Reserva Federal ha reiterado sus planes de continuar con la normalización de su postura de política monetaria. No obstante, ha enfatizado que el momento específico en el que incrementará su rango objetivo de la tasa de fondos federales, así como el ritmo de aumentos subsecuentes, dependerá de la evolución de la economía. En contraste, el Banco Central Europeo (BCE) ha destacado que hará todo lo necesario para que la inflación y sus expectativas aumenten tan pronto como sea posible, dejando abierta la posibilidad de alterar el tamaño, ritmo y composición de sus compras de activos. Por su parte, el Banco de Japón expandió a finales de octubre su relajamiento monetario, argumentando que continuará con éste el tiempo que sea necesario para alcanzar el objetivo de inflación de 2 por ciento.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En un entorno de baja inflación y débil crecimiento económico a nivel global, el principal factor que dominó la evolución de los mercados financieros internacionales fue la expectativa de que los principales países desarrollados mantengan una política monetaria altamente acomodaticia durante los próximos meses. De hecho, las tasas de referencia implícitas en los mercados de deuda de corto plazo sugieren que se retrasó la fecha esperada del inicio de la normalización de política monetaria en Estados Unidos y Reino Unido (Gráfica 4). Por su parte, en la zona del euro y en Japón no se descarta que se anuncien nuevas medidas de estímulo monetario durante 2015.

Gráfica 4
Tasas de referencia implícita en la curva de OIS*
Porcentaje

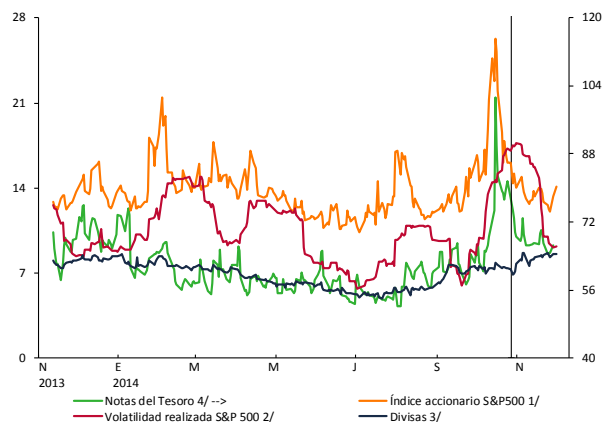


Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México
*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

La expectativa de que las tasas de interés en países desarrollados se mantengan en niveles bajos por un periodo más prolongado ayudó a que en las últimas semanas se observara una disminución de la volatilidad de los precios de diversos activos financieros (Gráfica 5) y un comportamiento de sus mercados mejor al registrado en los meses de septiembre y octubre.

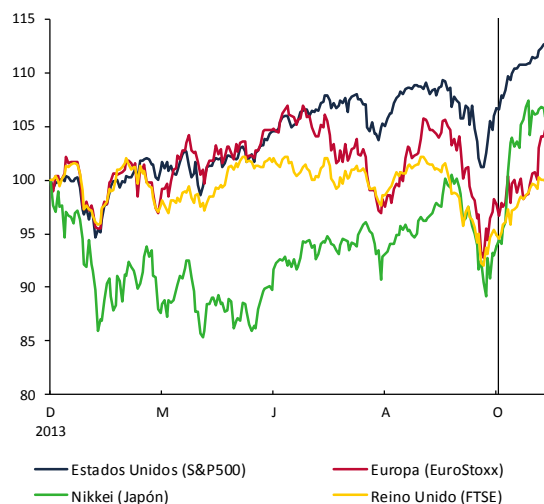
En particular, destacó el buen desempeño de los índices accionarios, siendo las bolsas de Japón y de Europa las que presentaron las mayores ganancias ante la expectativa de mayores medidas de estímulo (Gráfica 6).

Gráfica 5
Índices de volatilidad de mercados financieros seleccionados
Porcentaje, Puntos Base



Fuente: Bloomberg
La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria de Banco de México.
1/ VIX("CBOE Volatility Index"): Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el S&P500.
2/ Volatilidad Realizada: Desviación estándar del índice S&P 500 durante un periodo de 30 días anualizada.
3/CVIX: 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%
4/ MOVE (Merrill Option Volatility Estimate): 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.

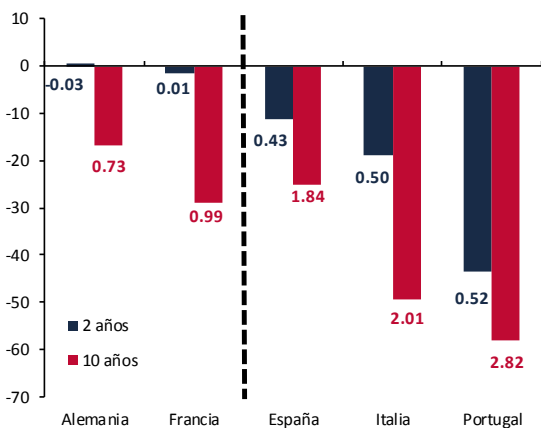
Gráfica 6
Evolución de índices accionarios seleccionados
Índice 30-dic-13 = 100



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

Asimismo, sobresalió la importante disminución de las tasas de interés de bonos gubernamentales europeos, particularmente en países como España, Italia y Portugal, en donde los costos de financiamiento alcanzaron niveles históricamente bajos. Lo anterior, como resultado de la postura del Banco Central Europeo de expandir de ser necesario el tamaño y composición de su programa de compra de activos, lo cual podría traducirse en la implementación de un programa de compra de bonos corporativos y/o soberanos en el futuro previsible (Gráfica 7).

Gráfica 7
Eurozona: Cambio en las tasas de interés de bonos gubernamentales de países seleccionados
 Cambio del 27 oct al 1 dic 2014, puntos base



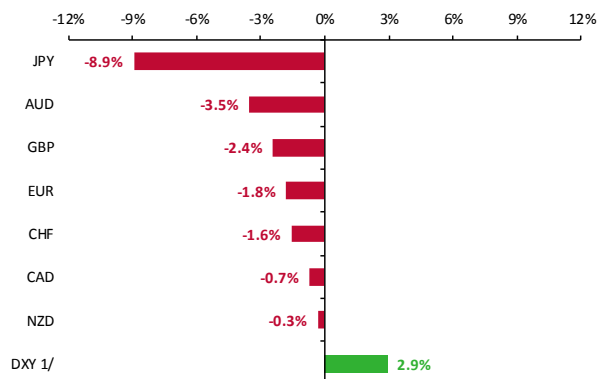
Fuente: Bloomberg
 Los números indican el nivel de las tasas de interés al 1 de diciembre de 2014.

En los mercados cambiarios, el dólar continuó fortaleciéndose con respecto a la mayoría de las divisas ante el mayor dinamismo relativo de la economía estadounidense y de la expectativa de que la Reserva Federal sea el primer banco central de países avanzados en iniciar el proceso de normalización de política monetaria (Gráfica 8). En particular, destacó la fortaleza del dólar frente al yen, que fue la divisa que presentó la mayor depreciación desde la última reunión de política monetaria en respuesta a la decisión del Banco de Japón de

incrementar de forma más acelerada el tamaño de su balance, así como a las medidas anunciadas por el gobierno japonés para postergar el proceso de consolidación fiscal y, con ello, coadyuvar a estimular el crecimiento y superar el problema de baja inflación por el que atraviesa dicho país.

Gráfica 8
Variación porcentual de divisas seleccionadas frente al dólar estadounidense

Cambio porcentual del 27 oct al 1 dic 2014

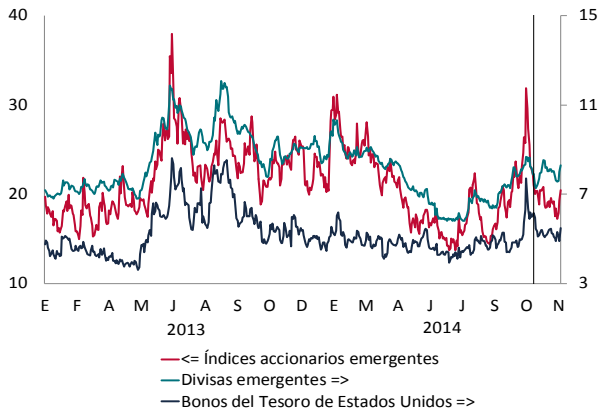


Fuente: Bloomberg
 1/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%. Base=100.

2.2.2 Mercados emergentes

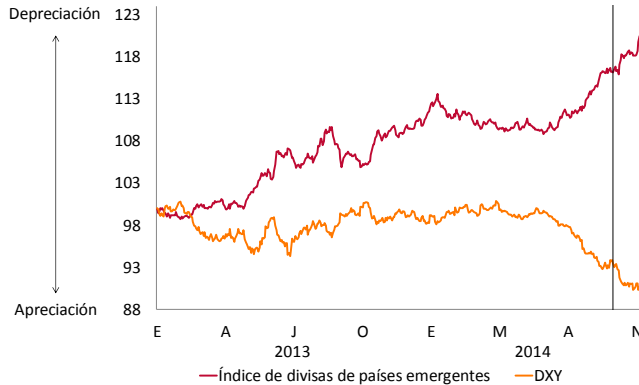
Desde la última reunión de política monetaria a la fecha la volatilidad de los precios de los activos financieros de los países emergentes se redujo respecto a los niveles observados durante finales de septiembre y octubre (Gráfica 9). No obstante lo anterior, la mayoría de las divisas de este grupo de países nuevamente observaron depreciaciones generalizadas frente al dólar a la luz del mejor dinamismo relativo de la economía estadounidense y la ya comentada expectativa de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Gráfica 10). Por su parte, las tasas de interés disminuyeron de manera similar a lo observado en los mercados de renta fija de países desarrollados y los índices accionarios registraron avances moderados.

Gráfica 9
Volatilidad implícita de diversos activos en el
mercado de opciones
 Porcentaje



Nota: Se presenta el índice de volatilidad implícita VXEM para los índices accionarios MSCI de mercados emergentes. Para las divisas se utiliza el índice JPMVXYEM de J.P. Morgan, el cual presenta la volatilidad implícita en las opciones a tres meses de divisas emergentes. En el caso de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se utiliza el índice VXTYN de Merrill Lynch, que presenta la volatilidad implícita de la nota gubernamental de 10 años de Estados Unidos. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México. Fuente: Chicago Board Options Exchange, JPMorgan y Merrill Lynch

Gráfica 10
Divisas de países emergentes e índice DXY
 Índice (enero 2013=100)



Nota: El índice muestra el desempeño de las divisas de las principales economías de países emergentes (México, Brasil, Chile, Colombia, Polonia, República Checa, Turquía, Rusia, India, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia). Cada divisa presenta la misma ponderación. Un movimiento positivo en el índice de divisas representa una depreciación y en caso contrario una apreciación. La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México. Fuente: Bloomberg.

2.2.3 Mercados en México

En México, en línea con lo observado en los demás mercados emergentes, también se observó una reducción en la volatilidad de los precios de los activos financieros (Gráfica 11).

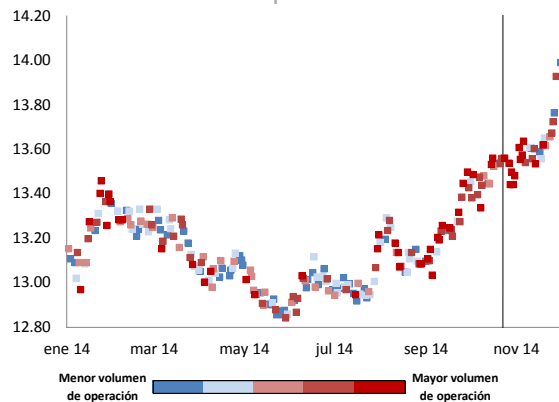
Gráfica 11
Volatilidad en los mercados financieros locales
 Porcentaje



Nota: La volatilidad de la Bolsa Mexicana de Valores está medida a través del índice Vmex, la del tipo de cambio a través de la volatilidad implícita en las opciones a plazo de 3 meses y la del M Bono a través de datos históricos. La línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México. Fuente: Banco de México.

Durante el último mes, el tipo de cambio se depreció 3.4% para terminar en 14.0 pesos por dólar, alcanzando durante el periodo los niveles máximos del año (Gráfica 12). A pesar de lo anterior, durante el año la depreciación del peso fue menor a la observada en la mayoría de las divisas de países emergentes (Gráfica 13). Adicionalmente, tanto los volúmenes de operación como los diferenciales de compra-venta en el mercado cambiario se mantuvieron en niveles consistentes con condiciones de operación ordenadas.

Gráfica 12
Tipo de cambio peso mexicano-dólar y volumen de operación al contado
 Pesos por dólar



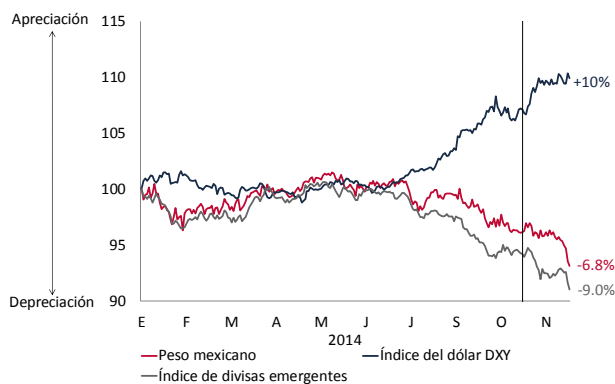
Nota: El volumen de operación al contado se clasificó de acuerdo a percentiles de su serie histórica de enero 2013 a la fecha (0-20%, 21%-40%, 41%-60%, 61%- 80% y 81%-100%).

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

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

Fuente: Banco de México y Bloomberg.

Gráfica 13
Desempeño del peso mexicano y divisas de países emergentes frente al dólar
 Índices (31 de diciembre de 2013= 100)



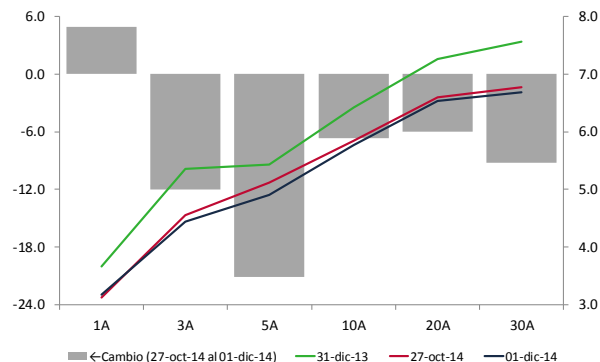
Nota: Para evaluar el rendimiento de las divisas de países emergentes se utilizó el índice J.P. Morgan EMCI. Este índice está compuesto por el peso chileno, real brasileño, peso mexicano, florín húngaro, rand sudafricano, rublo ruso, lira turca, dólar de Singapur, renminbi chino y rupia india.

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

Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en el mercado de dinero las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron ligeras disminuciones (Gráfica 14). Cabe destacar que en la mayoría de los plazos las tasas de interés se mantienen en niveles cercanos a los mínimos del año. En adición a lo anterior, la tenencia de los inversionistas extranjeros en activos de renta fija denominados en pesos retomó su tendencia ascendente, alcanzando nuevos máximos históricos.

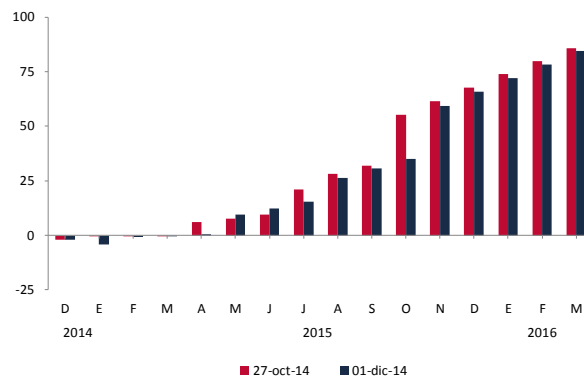
Gráfica 14
Curva de rendimiento de valores gubernamentales
 Puntos base, por ciento



Fuente: PIP.

Por último, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales mostraron nuevamente disminuciones en todos los plazos, ubicándose cada vez más cerca del objetivo de inflación del Banco de México de 3%. Por su parte, las expectativas sobre el rumbo de la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de swaps de tasa de interés continúan anticipando que el primer incremento en la tasa de referencia se presente durante el tercer trimestre de 2015 (Gráfica 15). Lo anterior, coincide con lo anticipado por el consenso de los principales analistas económicos.

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



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

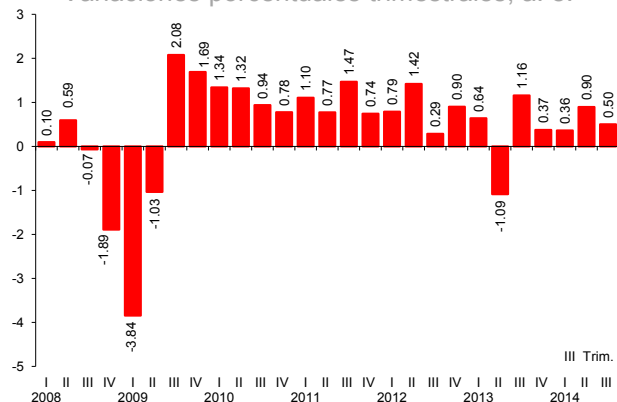
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Durante el tercer trimestre del año en curso, la economía mexicana continuó recuperándose, si bien registró un ritmo de crecimiento más moderado que en el trimestre previo (Gráfica 16). Esta evolución respondió al dinamismo de la demanda externa y a una moderada mejoría de la interna.

Gráfica 16
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



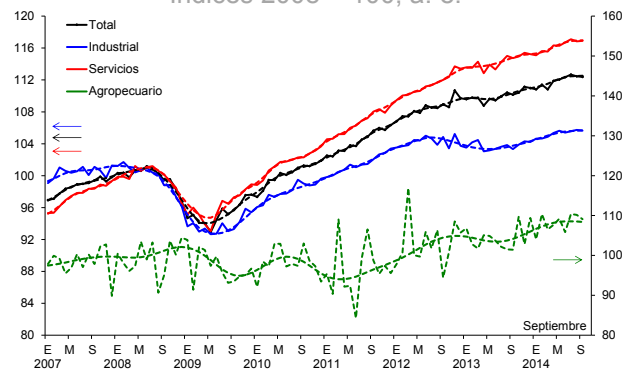
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En particular, en el tercer trimestre y principios del cuarto del presente año, las exportaciones manufactureras continuaron exhibiendo el dinamismo que han venido mostrando desde finales del primer trimestre. Lo anterior ha sido reflejo, principalmente, de la recuperación de las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, la inversión privada presentó signos de recuperación, en particular en los rubros de maquinaria y equipo nacional y de la construcción. En contraste, el consumo privado y sus determinantes siguieron sin mostrar señales claras de reactivación. Por su parte, los efectos del gasto público continúan sin verse reflejados de manera importante sobre la actividad económica.

En cuanto a la actividad económica por el lado de la producción, en el tercer trimestre tanto la producción industrial como los servicios continuaron expandiéndose, si bien a un menor dinamismo que el observado en el trimestre previo (Gráfica 17).

Gráfica 17
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.

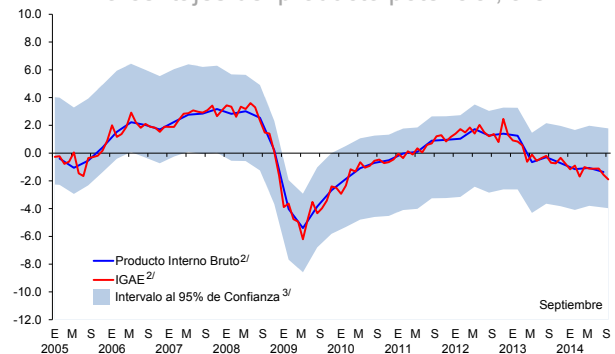
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La moderación que ha registrado la actividad económica en su ritmo de crecimiento en los últimos meses ha conducido a que persistan condiciones de holgura en la economía. En este contexto, no se han presentado presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada. En particular, la brecha del producto permanece en niveles negativos y se ha ampliado recientemente (Gráfica 18).

Gráfica 18
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2014; cifras del IGAE a septiembre de 2014.

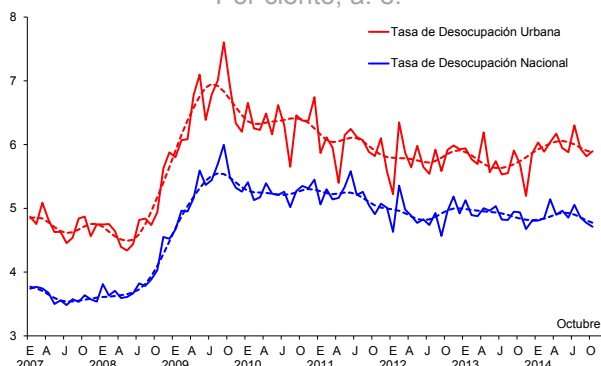
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

La información más oportuna sugiere que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral, si bien aparentemente éstas podrían estar disminuyendo. A pesar de que las tasas de desocupación nacional y urbana han continuado en niveles superiores a los observados a finales de 2013, ambas tasas parecerían estar empezando a mostrar una trayectoria decreciente en los meses recientes (Gráfica 19). Por su parte, no obstante los incrementos que se han presentado en el salario base de cotización en el IMSS, la reducción en el ingreso promedio real de la población ocupada y la tendencia creciente de la productividad laboral han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en general se mantengan en niveles bajos.

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



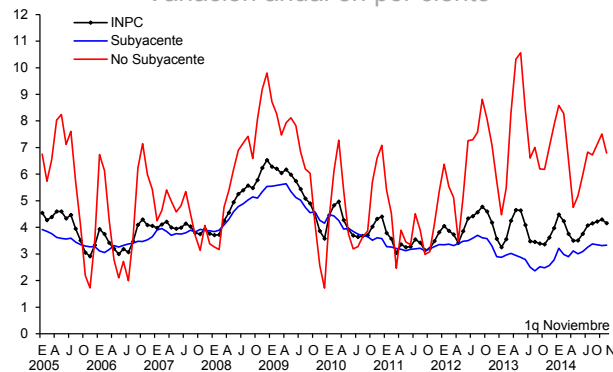
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En lo que toca al financiamiento al sector privado, durante el tercer trimestre del año se observó una desaceleración en su ritmo de expansión, particularmente como resultado de una moderación en el crecimiento del financiamiento a las empresas privadas no financieras. Por su parte, el crédito a los hogares ha seguido mostrando un desempeño mixto, destacando, por un lado, el sostenido dinamismo del crédito hipotecario otorgado por la banca comercial, y por otro, el menor crecimiento del crédito al consumo, en especial del segmento de tarjetas de crédito. Lo anterior, en un entorno de estabilidad de las tasas de interés y los índices de morosidad en general, lo que apunta a la ausencia de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La trayectoria de la inflación general anual ha comenzado a descender, después de haberse mantenido en un nivel elevado en octubre. Como se ha señalado, los altos niveles que alcanzó la inflación a partir del tercer trimestre obedecieron, principalmente, al incremento en el precio relativo de algunos productos cárnicos. De esta forma, la inflación general anual pasó de 4.32 por ciento en la primera quincena de octubre a 4.16 por ciento en la primera quincena de noviembre (Gráfica 20).

Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



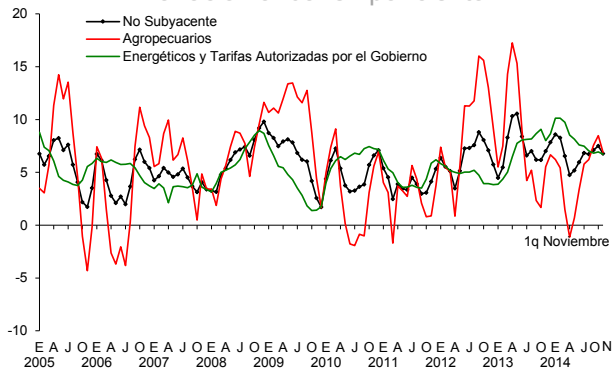
Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación subyacente anual continuó caracterizándose por exhibir una marcada estabilidad alrededor de 3.3 por ciento. En particular, en la primera quincena de octubre y la primera quincena de noviembre este indicador se ubicó en 3.32 y 3.33 por ciento, respectivamente (Cuadro 1). Al respecto, si bien el subíndice de precios de las mercancías ha exhibido ciertos incrementos en su tasa de variación anual, éstos han sido compensados por el menor dinamismo en los incrementos de precios del subíndice de servicios, especialmente en el rubro de telefonía móvil (Cuadro 1).

La inflación no subyacente anual disminuyó al pasar de 7.59 a 6.79 por ciento entre la primera quincena de octubre y la primera quincena de noviembre (Gráfica 21 y Cuadro 1). Este resultado se debió a las menores tasas de crecimiento registradas en sus dos subíndices principales. Por una parte, en el rubro de agropecuarios, a pesar de que los precios de la carne de res continuaron exhibiendo incrementos, los precios de varias frutas y verduras han presentado tasas de variación anual negativas, derivadas de una elevada base de comparación producto de los fuertes incrementos de precios

ocurridos a finales del año pasado, como fue el caso del jitomate. Por otra parte, en el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, la reducción reciente se asocia, principalmente, a las bajas de precio de las gasolinas registradas en las ciudades de la frontera norte (Gráfica 21 y Cuadro 1).

Gráfica 21
Subíndices No Subyacentes
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 en niveles cercanos a 3 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario ha seguido disminuyendo y se ubica en niveles bajos. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se mantiene en niveles cercanos a su mínimo histórico. Así, la reducción que continúa registrando dicha compensación apunta a que los tenedores de instrumentos referenciados a tasas nominales han venido demandando una cobertura por inflación futura menor, posiblemente como reflejo de una menor percepción del riesgo asociado a la misma.

Por su parte, las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado se han mantenido estables en 3.5 por ciento para los horizontes de mediano y largo plazo. Para 2015, las expectativas provenientes de las encuestas han permanecido también alrededor de 3.5 por ciento, mientras que las correspondientes al cierre de 2014 aumentaron ligeramente en las últimas semanas para ubicarse alrededor de 4 por ciento.

Para el cierre del año se espera que la inflación general anual continúe disminuyendo para ubicarse alrededor de 4 por ciento. Adicionalmente, el desvanecimiento de los efectos de cambios en precios relativos derivados de las medidas tributarias de inicios de 2014, la eliminación del cobro por larga distancia telefónica nacional y un menor incremento en los precios de las gasolinas para 2015 de acuerdo a la Ley de Ingresos recientemente aprobada, hacen prever que la inflación general anual disminuirá considerablemente a principios de 2015 y que se ubicará alrededor del objetivo de 3 por ciento a partir de mediados de ese año. En lo que respecta a la inflación subyacente anual, se anticipa que se mantenga en niveles cercanos a 3 por ciento en lo que resta de 2014 y por debajo de ese nivel el año siguiente.

La previsión para la trayectoria de la inflación está sujeta a riesgos diversos. A la baja, destaca la posibilidad de mayores reducciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de que la actividad económica presente un dinamismo menor al anticipado. Entre los riesgos al alza sobresale que el tipo de cambio se pudiera mantener en los niveles actuales por un periodo mayor al previsto o que incluso experimente depreciaciones adicionales. Sin embargo, se anticipa que el efecto sobre la inflación sería transitorio y moderado debido al bajo traspaso de las variaciones del tipo de cambio a precios. Adicionalmente, como riesgo al alza prevalece la posibilidad de que se observen incrementos en el salario mínimo por arriba de la inflación y el aumento en la productividad esperados.

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

Concepto	Diciembre 2013	Octubre 1q 2014	Noviembre 1q 2014
INPC	3.97	4.32	4.16
Subyacente	2.78	3.32	3.33
Mercancías	1.89	3.46	3.70
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.67	5.30	5.46
Mercancías no Alimenticias	1.26	1.97	2.27
Servicios	3.54	3.20	3.02
Vivienda	2.19	2.13	2.14
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.31	4.30
Otros Servicios	4.69	4.02	3.58
No Subyacente	7.84	7.59	6.79
Agropecuarios	6.67	8.53	6.90
Frutas y Verduras	13.89	1.82	-3.59
Pecuarios	2.43	12.36	13.46
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.65	7.02	6.72
Energéticos	8.30	7.86	7.40
Tarifas Autorizadas por Gobierno	9.32	5.52	5.42

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 integrantes de la Junta de Gobierno afirmó que la economía mundial sigue mostrando un comportamiento débil y que el balance de riesgos para su crecimiento ha continuado deteriorándose. También destacó que durante el tercer trimestre del año la economía mexicana registró una moderación en su ritmo de crecimiento. Añadió que el balance de riesgos para el crecimiento de México se ha deteriorado respecto a la reunión de política monetaria anterior. En este contexto, la mayoría de los miembros sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía y que no se anticipan presiones generalizadas sobre la inflación provenientes de la demanda agregada. Por otra parte, la mayoría de los integrantes indicó que, después del incremento no anticipado en la inflación general anual en meses recientes, ésta registró una disminución entre octubre y la primera quincena de noviembre. Asimismo, estimó que la inflación general anual cierre alrededor del 4 por ciento en 2014 y que a partir de mediados de 2015 se ubique alrededor de 3 por ciento. No obstante, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado.

Respecto al crecimiento económico mundial, la mayoría de los miembros de la Junta concordó en que éste continúa siendo débil, aunque existen diferencias entre los principales países. En particular, especificaron que, si bien Estados Unidos y el Reino Unido han venido consolidando su recuperación, el crecimiento en otras economías avanzadas y en múltiples economías emergentes ha permanecido endeble. No obstante, algunos integrantes indicaron que se mantiene la perspectiva de un fortalecimiento gradual de la actividad económica global. Uno de ellos detalló que dicha mejoría estaría sustentada en políticas monetarias acomodaticias y esfuerzos de consolidación fiscal más moderados, así como en un posible efecto positivo sobre el consumo derivado de la caída de los precios de los energéticos. A pesar de lo anterior, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía global ha seguido deteriorándose.

Profundizando respecto a las posibles razones por las que el crecimiento mundial ha continuado por

debajo del registrado antes de la crisis financiera global, un integrante mencionó la insostenibilidad de los patrones de consumo previos a la crisis en varios países, los cuales en algunos casos fueron financiados con la ayuda de burbujas en precios de activos. Asimismo, mencionó lo que algunos han denominado estancamiento secular ("*secular stagnation*"), que se refiere a una persistente falta de demanda. También comentó sobre el debate actual acerca de la posible menor contribución de la innovación al crecimiento de la productividad. Finalmente, se refirió al deterioro en los términos de intercambio de muchos países cuyos modelos de desarrollo dependían de surtir materias primas a economías como China.

Todos los miembros de la Junta indicaron que la economía de Estados Unidos ha venido consolidando su recuperación. Uno de ellos mencionó que la tasa de expansión del PIB en el tercer trimestre fue superior a la estimada y puntualizó que el periodo abril-septiembre del presente año representó el semestre de mayor crecimiento desde la segunda mitad de 2003. Un integrante señaló que el crecimiento que se observó en el tercer trimestre de 2014 se debió principalmente a la evolución del consumo privado y de la inversión en equipo y software. Asimismo, un miembro enfatizó que la expansión se manifestó en una mejoría en el mercado laboral y otro miembro afirmó que también contribuyeron a este crecimiento las políticas implementadas por las instituciones para limpiar los balances de los agentes económicos. La mayoría de los integrantes señaló que se espera que la economía estadounidense siga recuperándose en los próximos meses, si bien uno de ellos destacó que su ritmo de crecimiento será más moderado. A este respecto, un integrante agregó que el desempeño de la producción industrial, el mercado laboral y el crédito, entre otros aspectos, de hecho ya sugieren que la recuperación en ese país ha continuado en la última parte del año. Además, algunos miembros sostuvieron que la caída del precio del petróleo estimulará la actividad económica estadounidense. En este sentido, otro integrante puntualizó que se espera una reanimación gradual de dicha economía en los próximos años, mientras que otro añadió que se prevé que la tasa de crecimiento esté por encima de su potencial en 2015 y 2016. No obstante, la mayoría argumentó que existen factores que podrían afectar su crecimiento. En particular, resaltó la desaceleración de otras economías, y un miembro arguyó que la recomposición del Congreso en Estados Unidos podría implicar una mayor restricción e incertidumbre fiscal en el futuro.

La mayoría de los miembros de la Junta enfatizó que existen discrepancias en relación a la fecha esperada del inicio del incremento en las tasas de interés de referencia en Estados Unidos. En particular, uno de ellos afirmó que, a juzgar por los pronósticos y algunas declaraciones recientes de integrantes del Comité Federal de Mercado Abierto, esta normalización podría ocurrir antes de lo previsto por el mercado. En efecto, por un lado, la mayoría señaló que la Reserva Federal advirtió que el momento específico en el que incrementará su tasa de interés de referencia y el ritmo de aumentos subsecuentes dependerán de la evolución de la economía. En este sentido, algunos miembros destacaron que dicho Instituto Central declaró que la probabilidad de que la inflación se ubique consistentemente por debajo del 2 por ciento ha disminuido, al tiempo que reiteró su perspectiva positiva sobre la economía de ese país. Por otra parte, un miembro señaló que las expectativas de los analistas sobre el primer incremento de tasas se concentran en el segundo y tercer trimestre del próximo año, mientras que la fecha implícita en el mercado de bonos se ubica en el cuarto trimestre. Adicionalmente, otro miembro enfatizó que el análisis de las presiones inflacionarias se complica en un entorno de diferencias entre la estimación de las expectativas de inflación con base en encuestas y las implícitas en indicadores de mercado. Asimismo, señaló como motivo adicional de incertidumbre en torno a la política monetaria estadounidense, la complejidad para evaluar el grado de holgura en los mercados laborales, y enfatizó que las peculiaridades de la percepción de riesgo por parte de los mercados complican la evaluación de la posibilidad de contagio.

En relación con lo anterior, un miembro de la Junta añadió que si bien hasta hace poco consideraba que el proceso de normalización de tasas de interés en Estados Unidos podría darse de manera desordenada, ahora considera que existen factores que sugieren que dicho ajuste sí podría darse de un modo ordenado. Entre los principales mencionó la percepción de que las tasas de interés, no nada más en Estados Unidos, sino a nivel global, podrían ir convergiendo a niveles de equilibrio menores a los que se tenían previos a la crisis. Explicó que esto podría deberse a que el crecimiento de la población, la reducción en la edad de retiro y el incremento en la esperanza de vida ocasionarían un aumento en la oferta de fondos prestables que no se verían compensados por un incremento en la demanda. Además, sostuvo que la reversión de los flujos de capital hacia Estados Unidos ante la normalización de su política monetaria también presionará las

tasas de interés en ese país a la baja. Agregó que parecería que la Reserva Federal tendrá cierto tiempo antes de iniciar este proceso debido a que aún no se perciben presiones salariales. También señaló que las expectativas de inflación permanecen bien ancladas y que se espera una baja inflación mundial, apoyada por una importante caída en el precio del petróleo. Finalmente, arguyó que podrían existir dificultades políticas para implementar los mecanismos que tendrían que activarse para drenar una parte importante de la liquidez que indujo el proceso de estímulo monetario, ya que ello conducirá a un deterioro en el balance de dicho Banco Central.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que en semanas recientes el dólar estadounidense continuó apreciándose frente a las principales divisas, tanto de países desarrollados, como de emergentes, incluyendo al peso mexicano. Explicaron que lo anterior se debió a la expectativa de que se normalice la política monetaria en Estados Unidos, a la diferencia en la postura monetaria de Estados Unidos respecto a las de la zona del euro y de Japón, así como a la desaceleración del crecimiento mundial y a la consecuente caída en los términos de intercambio de múltiples países. Asimismo, un miembro añadió que la caída en los precios del petróleo también ha influido en los mercados cambiarios. No obstante, la mayoría señaló que la depreciación de las divisas de países emergentes no se ha reflejado en mayores niveles de sus tasas de interés de mercado. La mayoría de los miembros de la Junta indicó que las diferencias en las posturas monetarias de las principales economías avanzadas, aunadas a la vulnerabilidad de algunas economías emergentes, sugieren que no se puede descartar la ocurrencia de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Al respecto, un miembro señaló que en el entorno anterior, los mercados seguramente prestarán mayor atención a vulnerabilidades en las economías emergentes y serán más sensibles a errores en la implementación de su política económica.

En este contexto, un miembro recordó que las economías emergentes podrían enfrentar reversiones de flujos de capital, lo cual tendría consecuencias aun si dichos flujos no estuvieran apalancados. Explicó que esto podría suceder dado el tipo de mecanismos que rigen el comportamiento de los flujos de capitales. Entre ellos mencionó el “comportamiento de manada” en los mercados financieros, la posibilidad de que los fondos vendan

activos para regresar los recursos a los inversionistas (“*fund redemptions*”) y el apalancamiento implícito en las estrategias de inversión que intentan replicar las características de las opciones “*put*”.

En cuanto a la actividad económica en la zona del euro, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que ésta continuó mostrando debilidad. En este contexto, uno de ellos destacó que el Banco Central Europeo inició el programa de compra de *covered bonds* y de valores respaldados por activos, además de que se comprometió a tomar medidas adicionales de estímulo, en caso de llegar a ser necesario. No obstante, algunos miembros pusieron en duda la posibilidad de que las medidas que podría tomar dicho banco central se implementen de manera contundente y de que éstas efectivamente contribuyan a mejorar las condiciones crediticias de manera sustantiva o la actividad económica. Profundizando sobre otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros indicó que el PIB de Japón se contrajo por segundo trimestre consecutivo durante el periodo julio-septiembre. Al respecto, un miembro añadió que los tres pilares de la política económica que ha implementado el gobierno japonés aún no se han consolidado, y expresó preocupación de que Japón insista en resolver sus problemas de crecimiento y deflación con instrumentos de política monetaria, ya que consideró que no son los adecuados para ese objetivo. Por su parte, otro miembro sostuvo que, si bien se espera que la actividad económica repunte a partir del cuarto trimestre de este año, el balance de riesgos para el crecimiento económico de Japón es a la baja. En contraste, la mayoría de los integrantes consideró que el Reino Unido continúa mostrando un ritmo sólido de expansión. No obstante, uno de ellos afirmó que ese país ha empezado a resentir el efecto adverso del menor ritmo de crecimiento de la zona del euro.

La mayoría de los miembros indicó que se ha exacerbado la desaceleración de las economías emergentes debido a las disminuciones en los precios de las materias primas, incluyendo el petróleo, en un contexto de vulnerabilidades macroeconómicas en varias de ellas. Adicionalmente, uno de ellos argumentó que el moderado ritmo de expansión de estas economías resulta de la combinación de factores tanto cíclicos, como estructurales, así como de un entorno externo complicado. En este sentido, señaló que si bien se anticipa un mayor crecimiento económico en este grupo de países en 2015, este escenario enfrenta riesgos asociados a un posible apretamiento de las

condiciones financieras globales y menores precios de las materias primas. En este contexto, la mayoría destacó el caso de China, en donde la tasa de crecimiento anual del PIB mostró una desaceleración en el tercer trimestre del año. Añadieron que el banco central de ese país redujo inesperadamente sus tasas de referencia por primera vez desde 2012, ante el riesgo de una caída más pronunciada en su ritmo de actividad económica. Asimismo, uno de ellos mencionó que se espera que la economía china siga convergiendo hacia una senda de crecimiento más sostenible en 2015.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que se han observado niveles bajos de inflación a nivel mundial, en un entorno de crecimiento débil en la economía global y de caídas en los precios de las materias primas, en particular del petróleo. De hecho, algunos integrantes enfatizaron su preocupación por el riesgo de deflación en la zona del euro y de que en las economías avanzadas las expectativas de inflación se ubiquen por debajo de las metas de sus bancos centrales, incluyendo las de Estados Unidos. En este entorno, algunos miembros indicaron que no se prevén presiones inflacionarias y la mayoría anticipó que prácticamente todas las economías avanzadas y algunas emergentes mantendrán posturas monetarias acomodaticias en los siguientes trimestres, con la posible excepción de Estados Unidos y el Reino Unido.

La mayoría de los miembros de la Junta mencionó que durante el tercer trimestre del año la economía mexicana registró un ritmo de crecimiento más moderado que el observado en el trimestre anterior. Adicionalmente afirmó que, si bien el crecimiento económico ha seguido siendo impulsado fundamentalmente por el dinamismo de la demanda externa, principalmente la proveniente de Estados Unidos, la inversión privada también presentó signos de recuperación, aunque, según notaron algunos de ellos, desde una base reducida y a un ritmo gradual. Al respecto, aunque un integrante arguyó que no todos los indicadores de la inversión han venido aumentando, otro recalcó que la mejoría se reflejó especialmente en los componentes de la construcción y maquinaria y equipo nacional. Este último agregó que las importaciones de bienes de capital sugieren que el impulso de la inversión privada se ha mantenido en el cuarto trimestre. La mayoría destacó que, en contraste con lo anterior, el consumo privado sigue sin mostrar señales claras de reactivación. Uno de ellos puntualizó que esto se ha reflejado en el débil desempeño de las ventas al menudeo, de las importaciones de consumo y del

indicador de consumo privado. En este sentido, si bien un integrante indicó que existen algunas señales alentadoras derivadas de la recuperación de las remesas, de la confianza del consumidor y de aumentos importantes en el empleo formal y cierta tendencia a la baja en la tasa de desocupación nacional, otros miembros coincidieron en que los determinantes del consumo continúan mostrando un comportamiento endeble. Respecto a esto último, un integrante añadió que la masa salarial no ha mejorado. La mayoría argumentó que los efectos del gasto público sobre la actividad económica tampoco acaban de manifestarse plenamente. Por otra parte, analizando el comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, un integrante afirmó que tanto el sector industrial, como el de servicios, mostraron un menor dinamismo en el tercer trimestre de 2014 en relación al trimestre previo. Agregó que algunos de los factores que causaron el menor dinamismo podrían ser de carácter temporal, como lo fue el paro técnico de algunas plantas automotrices, el cual afectó a la producción de la industria manufacturera.

Algunos miembros de la Junta argumentaron que se anticipa que la actividad económica de México se fortalezca en los siguientes trimestres, aunque a un ritmo menor al anticipado hasta hace poco. Al respecto, uno de ellos añadió que los indicadores prospectivos manufactureros y no manufactureros se mantienen en zona de expansión, si bien según las encuestas del Banco de México, aún no es claramente favorable la opinión de los empresarios respecto a si actualmente es un buen momento para invertir. Algunos miembros consideraron que se anticipa que las exportaciones manufactureras de México se vean impulsadas por el crecimiento de la economía de Estados Unidos. Adicionalmente, uno de ellos apuntó que el incremento del empleo, las mayores remesas del exterior y el fortalecimiento de la confianza deberán estimular el crecimiento del gasto en consumo e inversión del sector privado. Agregó que existe la posibilidad de una mayor contribución del gasto público a la expansión de la demanda interna. En este contexto, sostuvo que el rango del pronóstico de crecimiento del PIB para 2014 y 2015 reportado en el último Informe Trimestral parece razonable. Por su parte, otro miembro arguyó que si la economía creciera a una tasa de alrededor de 3 por ciento en 2015, el promedio de expansión entre 2013 y ese año sería apenas cercano al que se observó en promedio entre 2000 y 2014, de 2.3 por ciento. Por lo tanto, consideró que no parecería haber mucho espacio en el corto plazo para que se presente una fuerte

aceleración de la economía, como parecerían estar esperando algunos analistas económicos.

En este contexto de moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad productiva, la mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que persisten condiciones de holgura en la economía. En particular, la mayoría señaló que existe holgura en el mercado laboral, y uno de ellos añadió que la brecha del producto se amplió recientemente y que espera que prevalezca en terreno negativo en 2015. Así, la mayoría afirmó que no se anticipan presiones sobre la inflación provenientes de la demanda agregada. No obstante, un integrante argumentó que es necesario tener en cuenta que la lectura sobre la holgura en el mercado laboral es complicada, dada la dificultad de distinguir entre los factores cíclicos y estructurales que podrían estar afectando a dicho mercado. En este sentido, opinó que el incremento observado en la oferta de trabajo derivado de una menor migración podría tener un carácter más estructural que cíclico. Agregó que, al igual que en Estados Unidos, México está atravesando por una recomposición de los procesos manufactureros hacia aquéllos menos intensivos en mano de obra, lo que ha determinado una caída en los empleos bien remunerados en México. Adicionalmente, señaló que deben tenerse en cuenta los escasos avances en términos de la productividad factorial total. Así, enfatizó la importancia de tener una lectura adecuada del mercado laboral para evitar una política macroeconómica inapropiada.

La mayoría de los integrantes de la Junta coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento de México se ha deteriorado, mientras que otro miembro aseveró que continúa igual que en la reunión anterior, aunque existe mayor incertidumbre al respecto. En relación con ello, un integrante afirmó que diversos eventos han dado por resultado que predominen los riesgos a la baja. En particular, la mayoría argumentó que el empeoramiento en el balance de riesgos puede asociarse al menor dinamismo que han presentado la actividad económica mundial y la del país. Asimismo, todos los miembros se refirieron a los acontecimientos sociales recientes, los cuales podrían afectar la confianza de los consumidores e inversionistas, como otro elemento de riesgo para el crecimiento. Un miembro indicó además que no obstante la expansión del empleo formal, el empleo total se mantiene débil y la masa salarial real continúa disminuyendo, lo que puede obstaculizar la expansión del consumo. Adicionalmente, la mayoría añadió que la posibilidad de que la producción petrolera continúe descendiendo también representa

un riesgo, además de que uno de ellos destacó que esto afectaría negativamente la cuenta corriente. En este sentido, otro integrante consideró que los menores precios del petróleo podrían reducir la rentabilidad de los proyectos que resultarían de la reforma energética, y con ello disminuir los efectos que ésta podría tener sobre la actividad. Añadió que, en general, existe el riesgo de que otras reformas estructurales, como la de competencia, no tengan el impacto esperado. Algunos miembros señalaron que también existe el riesgo de que la normalización de la política monetaria de Estados Unidos resulte en una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, con potenciales implicaciones adversas, tanto para el acceso de nuestra economía al financiamiento externo, como para su costo. Adicionalmente, un integrante explicó que la política de relajamiento competitivo implementada en diversos países desarrollados y también en algunas economías emergentes podría llevar a un equilibrio de crecimiento mundial aún menor, con sus implicaciones negativas para la economía mexicana. Por otra parte, otro mencionó que, si bien existe el riesgo de que se registre una mayor restricción fiscal en Estados Unidos que reduzca su crecimiento, los pronósticos de expansión para ese país son positivos, lo cual se anticipa que impulse la demanda externa de México. A su vez, otro integrante arguyó que la adecuada implementación de las reformas estructurales debería reflejarse en un mayor crecimiento potencial de México en años posteriores.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que la inflación general anual mostró una disminución entre octubre y la primera quincena de noviembre, después de haber registrado un incremento no anticipado en el tercer trimestre de 2014. En particular, la mayoría de los miembros recordó que la inflación se redujo de 4.3 por ciento en octubre a 4.16 por ciento en la primera quincena de noviembre, al tiempo que enfatizó que dicho comportamiento ha sido conforme a lo anticipado. No obstante, un integrante recalcó que durante la primera quincena de noviembre la inflación anual se mantuvo por arriba de 4 por ciento y que es probable que durante el mes en su conjunto ésta se haya mantenido en ese nivel. Algunos miembros asociaron la reducción de la inflación general a una caída de la inflación no subyacente, derivada de una alta base de comparación para los precios de algunos productos agrícolas a finales del año pasado, a lo que un miembro agregó que este efecto podría ser de carácter transitorio. Uno de ellos apuntó que a dicha corrección de la inflación también contribuyó la reducción en los precios de las gasolinas en ciudades de la frontera norte.

Adicionalmente, la mayoría concordó que la reciente disminución de la inflación sugiere que el proceso de determinación de precios en la economía no se ha visto contaminado por los elevados niveles que ha registrado la inflación en los últimos meses. Finalmente, la mayoría de los integrantes resaltó que la inflación subyacente se ha mantenido estable, alrededor de 3.3 por ciento, a lo que uno de ellos agregó que este comportamiento ha sido favorable.

La mayoría de los miembros de la Junta argumentó que se espera que la inflación general se sitúe alrededor de 4 por ciento al cierre de 2014. Para 2015, todos los integrantes arguyeron que se prevé un ajuste considerable a la baja de la inflación. En particular, uno de ellos espera que a principios de ese año la inflación se sitúe en niveles cercanos al 3.5 por ciento, al tiempo que la mayoría de los integrantes anticipa que ésta se ubique alrededor de 3 por ciento a partir de mediados de dicho año. La mayoría de los miembros consideró que entre los factores que sustentan dicha previsión se encuentran el desvanecimiento del efecto de las modificaciones fiscales que entraron en vigor a principios de 2014, la eliminación de los cobros por el servicio de telefonía de larga distancia nacional y un menor desliz de los precios de la gasolina a partir de 2015, que por primera vez en muchos años será congruente con el objetivo de inflación del Banco de México. Uno de ellos agregó que el referido pronóstico también resulta de la anticipada ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, al tiempo que otro integrante aseveró que puede asimismo asociarse a que la disminución en los precios internacionales de algunas materias primas ha limitado las presiones sobre los precios de algunas mercancías y a que los precios de la gasolina en la frontera han venido cayendo. En cuanto a los pronósticos de inflación subyacente, la mayoría espera que ésta se sitúe cercana al 3 por ciento al cierre de 2014 y que se ubique por debajo de dicho nivel en 2015.

La mayoría de los miembros señaló que las expectativas de inflación general para los horizontes de mediano y largo plazo, se han mantenido relativamente estables, si bien algunos de ellos especificaron que éstas permanecen por arriba de 3 por ciento. Por su parte, un integrante de la Junta de Gobierno indicó que las expectativas de inflación general para 2014 se han continuado revisando al alza, para ubicarse por arriba de 4 por ciento, y agregó que de cumplirse ese pronóstico la inflación habría rebasado dicho nivel durante dos tercios del año.

La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado respecto a la decisión anterior, mientras que algunos opinaron que éste permanece sin cambios. La mayoría arguyó que a pesar de la evidencia de varios años de que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios ha sido bajo y que su efecto sobre la inflación tiende a ser transitorio, la depreciación sostenida de la moneda nacional representa un riesgo para la inflación. Algunos señalaron que dicha depreciación podría derivarse de la incertidumbre sobre la evolución futura de la política monetaria en Estados Unidos o de otros factores. Uno de ellos añadió que el riesgo de una mayor fragilidad de las finanzas públicas, a partir del déficit actual que no parece claramente inferior al de la mayoría de las economías emergentes, también podría mantener o incluso acentuar la debilidad del peso en un contexto de inflexibilidad del gasto público, en el que las perspectivas sobre el precio del petróleo son desfavorables y la plataforma de producción petrolera se ha deteriorado. Otro integrante arguyó que, lo anterior, aunado al amplio déficit de balanza comercial no petrolera, podrían implicar el riesgo de un choque de financiamiento en la economía que repercuta al alza en la inflación. No obstante, la mayoría argumentó que el riesgo al alza para la inflación derivado de una depreciación del tipo de cambio se compensa en parte por la holgura que prevalece en la economía. Adicionalmente, un miembro consideró que ante la posibilidad de choques en los mercados financieros internacionales, la preocupación principal no radica en el comportamiento del tipo de cambio, sino en que se mantengan las condiciones de liquidez en los mercados. Por otra parte, como riesgo adicional para la inflación, la mayoría señaló la posible aprobación de incrementos en el salario mínimo no respaldados por ganancias en la productividad laboral lo cual, según uno de ellos, se ha hecho más probable ante presiones que podrían derivarse de los acontecimientos sociales que recientemente han tenido lugar. Algunos recordaron que la volatilidad típica en la variación del componente de precios no subyacente podría revertir el descenso de la inflación general que, por factores aritméticos, puede esperarse para el próximo año. Finalmente, un miembro planteó que las consideraciones relativas a los riesgos al alza para la inflación son especialmente relevantes en un horizonte mayor a un año si se tiene en cuenta que la convergencia implica que la inflación no sólo alcance el objetivo de 3 por ciento, sino que se mantenga en torno a éste.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que hasta el momento los movimientos cambiarios que han tenido lugar recientemente y han ubicado al peso en niveles no observados desde mediados de 2012, se han dado de manera ordenada, con niveles de operación y liquidez adecuados. La mayoría interpretó la reciente depreciación del tipo de cambio como un ajuste del tipo de cambio real que obedece a la caída en el precio del petróleo y a la expectativa de mayores costos financieros. Algunos también atribuyeron la depreciación del tipo de cambio al fortalecimiento amplio del dólar, mientras que uno de ellos consideró que la misma también obedece a que se atraviesa por un periodo de cierre de posiciones estacional que ha ocasionado una disminución de la liquidez en los mercados, y a que el peso se utiliza como un elemento de cobertura contra riesgos en otras divisas de países emergentes. La mayoría subrayó que la situación de reacomodo de portafolios en los mercados financieros internacionales se ha reflejado principalmente en los mercados cambiarios, no así en las tasas de interés, las cuales en el caso de México, siguen ubicándose por debajo de los valores registrados a inicios del año. Otro agregó que se ha observado una relativa estabilidad de la curva de rendimientos y una reanudación de los flujos de capital de cartera. En particular, notó que la tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros continúa aumentando, en especial en títulos de corto plazo, alcanzando nuevos máximos históricos. Sin embargo, la mayoría advirtió que no puede descartarse que en el futuro se intensifique la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Al respecto, uno de ellos arguyó que lo anterior es factible en virtud de las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de la debilidad del mercado petrolero internacional. Añadió que, si bien un alza de las tasas de interés en Estados Unidos justificada por una recuperación de esa economía podría tener efectos positivos sobre la mexicana, el reto consiste en aprovechar dicha oportunidad, minimizando sus potenciales efectos negativos.

Algunos miembros de la Junta indicaron que el entorno macroeconómico que enfrenta la economía mexicana, en particular el diferencial de crecimiento económico que se tiene con la economía estadounidense, la situación del precio del petróleo y el esperado incremento de tasas de interés en Estados Unidos, generará presiones sobre el tipo de cambio real y las tasas de interés. En este contexto, argumentaron que la política fiscal deberá ser el ancla para poder absorber de manera ordenada dichas presiones. No obstante, uno de ellos notó que

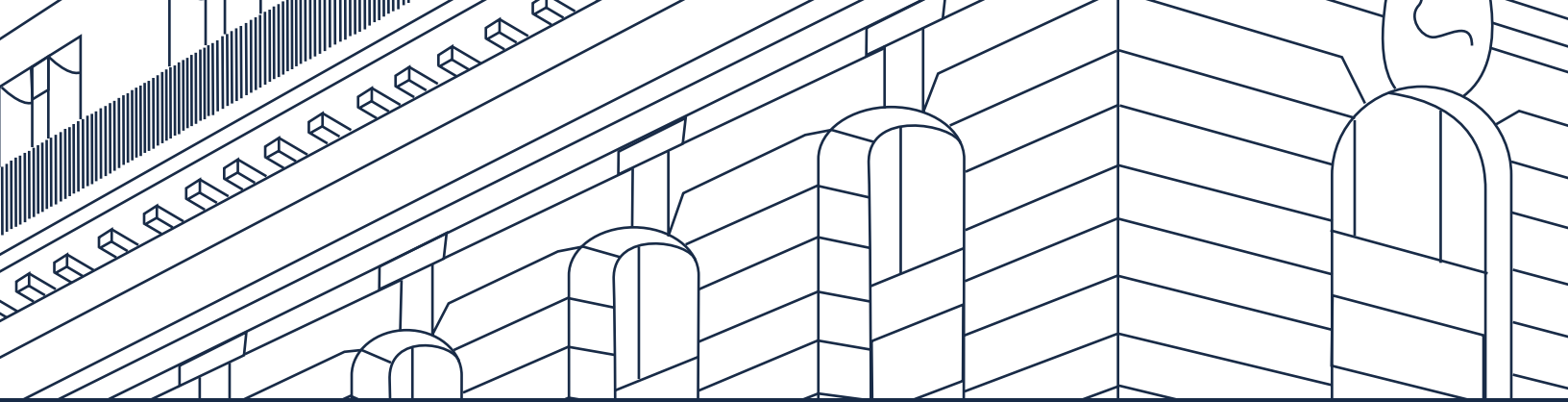
de 2006 a la fecha, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público ha pasado de aproximadamente 26 puntos del PIB a alrededor de 42 actualmente, por supuesto incluyendo el incremento de 4 puntos asociado a la reforma al sistema de pensiones de los trabajadores del Estado, por lo que apuntó que es urgente estabilizar su crecimiento. Adicionalmente, enfatizó que lo anterior cobra mayor relevancia en un contexto en el que los multiplicadores fiscales de México han sido muy reducidos. Asimismo, argumentó que la política monetaria también jugará un papel relevante para enfrentar el entorno descrito y que será importante para el anclaje de las expectativas de inflación y para evitar que se tenga un desplazamiento desordenado de toda la curva de rendimientos. En ese sentido, mencionó que hay dos etapas en el desvanecimiento de las condiciones acomodaticias. En primer lugar, indicó que dada la trayectoria de la inflación que se espera, las tasas reales de interés de corto plazo irán incrementándose y se irá disipando el estímulo monetario. En segundo lugar, sostuvo que si eso no es suficiente para el tipo de presiones que se pudieran enfrentar, se deberá empezar a considerar un cambio en el objetivo para la tasa de referencia de la política monetaria y se deberá estar preparados para utilizar los amortiguadores que se han venido acumulando. Consideró que de no alcanzarse el objetivo de inflación del Banco de México hacia mediados del año próximo, se inclinaría por reducir el relajamiento implícito en las condiciones monetarias vigentes. En este sentido, algunos integrantes concluyeron que el desempeño de la economía internacional, tanto en el sector real como en el financiero, ha incrementado los retos y reducido el margen de acción de la política macroeconómica, por lo que consideraron que ésta deberá ser más precautoria. De manera relacionada, algunos miembros opinaron que ante la necesidad de fortalecer la confianza, las políticas macroeconómicas y de estabilidad financiera deben

dar prioridad a la mejora en los fundamentos de la economía, a evitar el surgimiento de vulnerabilidades y a responder de manera rápida a las necesidades que surjan en un entorno cambiante. Uno de ellos indicó que será indispensable además asegurar una adecuada implementación de las reformas estructurales y llevar a cabo las acciones requeridas para lograr un funcionamiento eficiente y confiable del marco institucional del país. Finalmente, todos concordaron que la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a que la inflación alcance el próximo año la convergencia al objetivo permanente del Banco de México.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

Hacia adelante, se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo los efectos que la implementación de las reformas estructurales pudiera tener sobre la oferta y demanda agregadas de la economía nacional, y la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos. Todo esto con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 19 de diciembre de 2014

