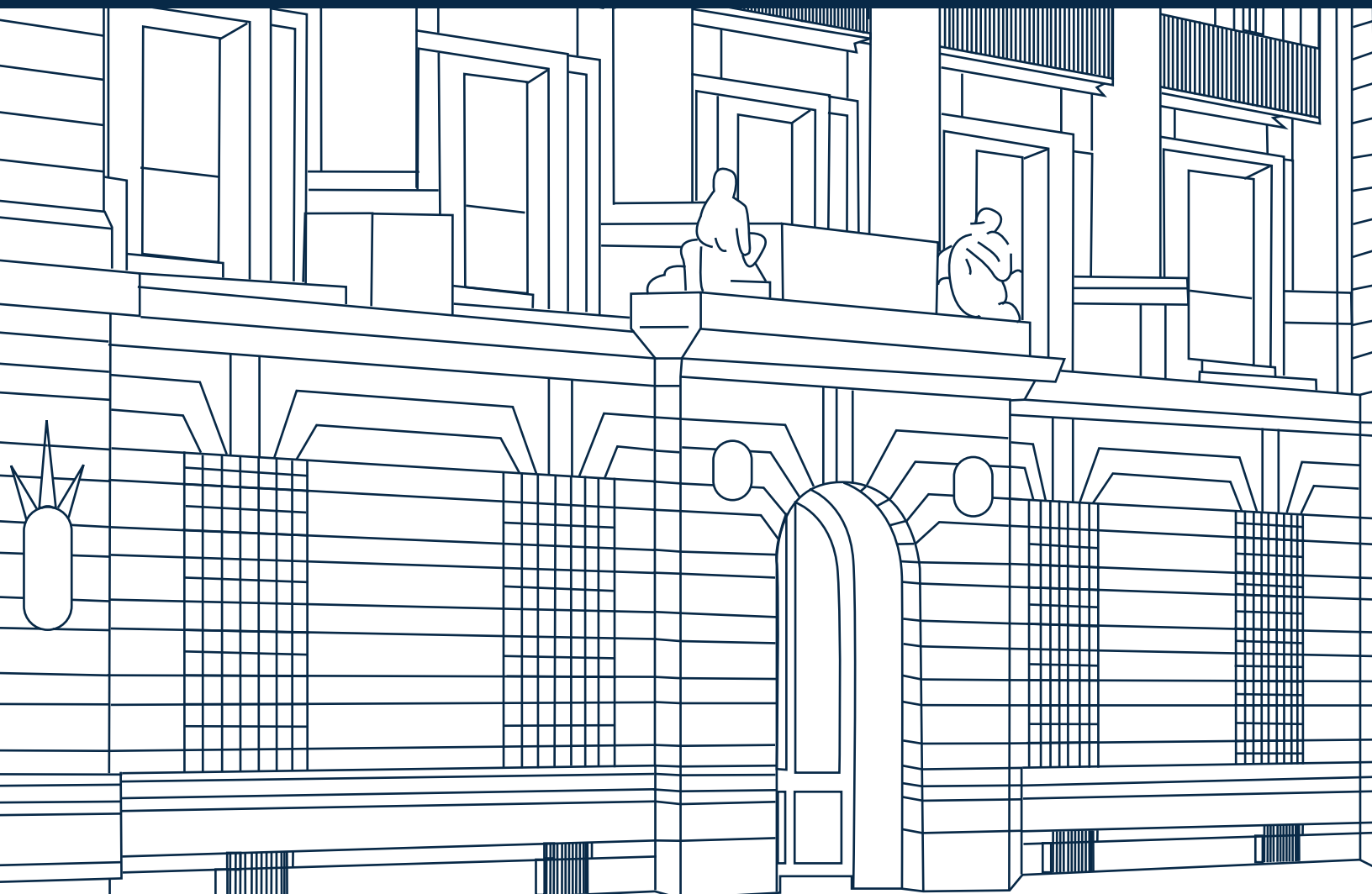


BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 37

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 30 de julio de 2015



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 30 de julio de 2015.

### 1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. Luis Videgaray Caso, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

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

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

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

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

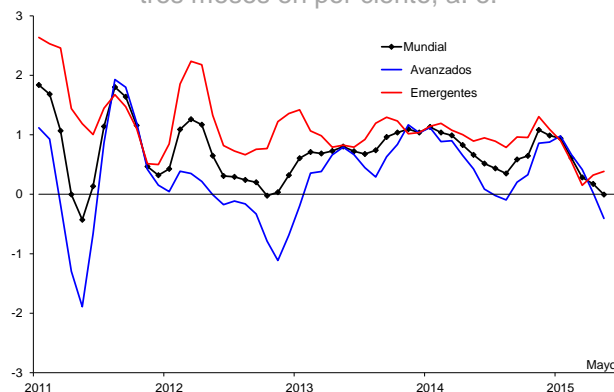
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

Durante el segundo trimestre del año la economía mundial registró una recuperación moderada. No obstante, la actividad industrial a nivel global siguió prácticamente estancada (Gráfica 1) en un contexto en el que el volumen de comercio internacional continuó disminuyendo (Gráfica 2).

**Gráfica 1**  
**Producción Industrial Mundial**

Variación sobre tres meses de la media móvil de tres meses en por ciento, a. e.

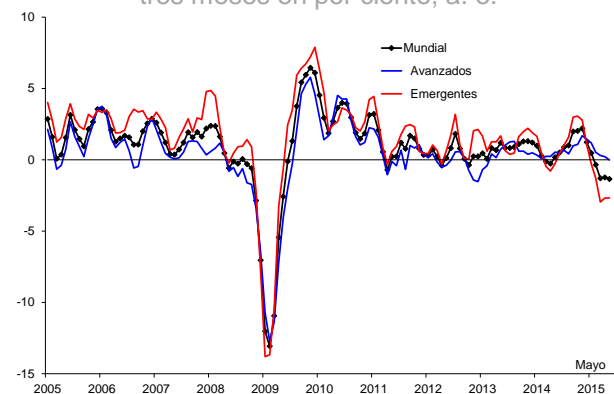


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

**Gráfica 2**  
**Volumen de Comercio Internacional**

Variación sobre tres meses de la media móvil de tres meses en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

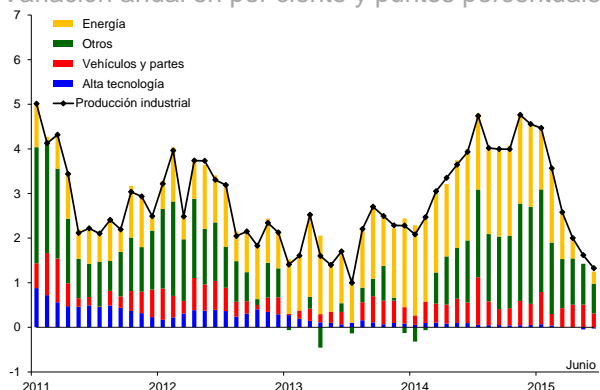
En Estados Unidos, la actividad económica mostró un crecimiento modesto en el segundo trimestre. En particular, el consumo privado repuntó, apoyado por un aumento en el ingreso personal disponible y una mejoría del empleo. Además, la inversión residencial se mantuvo sólida, observándose un incremento en los inicios y permisos de construcción, así como mayores ventas de viviendas. Sin embargo, la inversión corporativa se debilitó, sobre todo en el sector petrolero, en respuesta a la caída del precio del crudo.

En contraste, el crecimiento de las exportaciones de Estados Unidos continuó siendo bajo, inclusive después de la reapertura de puertos en la costa oeste. Ello, en respuesta a la debilidad de la demanda global, así como al impacto negativo de la apreciación del dólar. Adicionalmente, el bajo precio

del petróleo y un aumento no previsto de los inventarios, contribuyeron a explicar la marcada desaceleración de la producción industrial en la primera mitad del año (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
**EUA: Contribución al Crecimiento de la Producción Industrial**

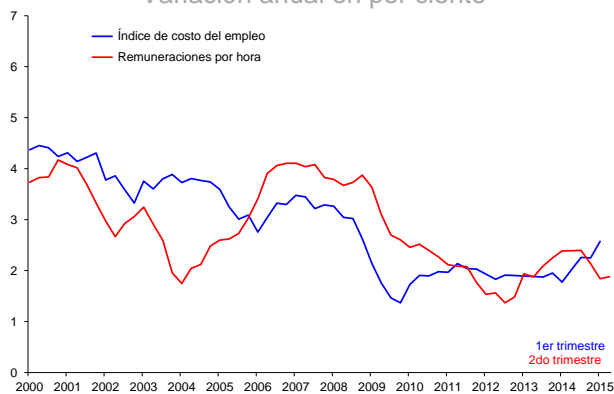
Variación anual en por ciento y puntos porcentuales



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y Reserva Federal.

En el mercado laboral, algunos indicadores como la tasa de desempleo y el número de empleados de tiempo parcial que preferirían trabajar tiempo completo, han continuado mostrando una evolución favorable. No obstante, otros indicadores, como la tasa de participación y el índice de costos del empleo, apuntan a la existencia de cierta holgura en el mercado de trabajo, lo que ha contribuido a que hasta ahora no se hayan presentado presiones al alza sobre la inflación salarial (Gráfica 4).

**Gráfica 4**  
**EUA: Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

En la zona del euro, la actividad económica continuó recuperándose a un ritmo modesto en el segundo trimestre, apoyada por una política monetaria acomodaticia y la depreciación del euro. Como

reflejo de lo anterior, los indicadores de consumo y de confianza de los consumidores y empresas registraron una mejoría. Por lo que se refiere a la situación en Grecia, después de la aprobación por parte del Parlamento griego de una serie de reformas estructurales a mediados de julio, las autoridades de ese país continuaron negociaciones con sus acreedores para un nuevo programa financiero multianual. Sin embargo, aún existe incertidumbre sobre los alcances y la implementación de dicho programa, en particular respecto a la posible inclusión de un acuerdo para renegociar la deuda pública de ese país, dada las dudas que prevalecen sobre su sostenibilidad en el mediano plazo.

La actividad en las economías emergentes siguió debilitándose en el segundo trimestre. Aunque la caída en la actividad pareció concentrarse en países como Rusia y Brasil, la moderación en el crecimiento se ha extendido a un mayor número de economías, incluyendo la mayoría de los países de Asia Emergente. En el caso de China, se apreciaron signos que sugieren que la tendencia a la baja en sus tasas de crecimiento se podría estar estabilizando. Ello posiblemente apoyado por las medidas de estímulo monetario y de estabilización financiera adoptadas por el Banco Central de China.

Los precios internacionales de las materias primas continúan en niveles bajos e incluso en algunos casos mostraron disminuciones en las últimas semanas. En particular, los precios del petróleo retrocedieron ante el surgimiento de evidencia de un exceso de oferta en los mercados mundiales y la perspectiva de un aumento potencial importante en las exportaciones de crudo provenientes de Irán. Por su parte, los precios de los metales continuaron a la baja como consecuencia principalmente de una menor demanda de China.

En este entorno, se anticipa que la inflación a nivel mundial continúe siendo baja en los próximos meses. En Estados Unidos, la variación anual del deflactor del consumo se mantuvo en niveles reducidos (0.2 por ciento en mayo). En la zona del euro, la inflación a tasa anual (0.2 por ciento en junio) siguió con la recuperación observada desde enero. Por su parte, en las economías emergentes, la mayoría de los países mostraron inflaciones bajas en un entorno de demanda interna débil, mientras que en países como Brasil y Rusia la inflación continuó incrementándose debido a factores idiosincrásicos.

En este contexto, en su reunión de julio la Reserva Federal mantuvo sin cambios su tasa de referencia

y señaló que aumentará el rango objetivo de la tasa de fondos federales una vez que observe algún avance adicional en la fortaleza del mercado laboral y que esté razonablemente confiada de que la inflación regresará a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. En su comunicado, continuó señalando que la actividad económica ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado en los últimos meses. Adicionalmente, enfatizó que el mercado laboral ha seguido mejorando y que el grado de holgura en dicho mercado ha disminuido desde inicios de año. En cuanto a la inflación, la Reserva Federal reiteró que ésta se mantiene por debajo de la meta de 2 por ciento.

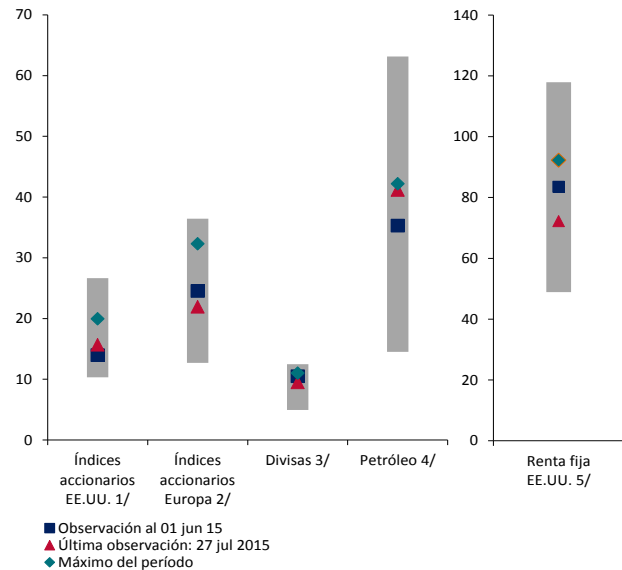
En cuanto al Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de julio mantuvo sin cambio sus tasas de referencia y ratificó su intención de preservar el monto actual de compra de valores en 60 mil millones de euros mensuales hasta septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que se considere que la trayectoria esperada de la inflación sea consistente con el logro de su meta. Esta institución manifestó que la volatilidad reciente de los mercados financieros, en parte atribuida a la incertidumbre sobre Grecia, no ha cambiado sus perspectivas de una recuperación económica en la región y de un incremento gradual en las tasas de inflación en los próximos años. No obstante, advirtió que si se presenta un apretamiento injustificado de las condiciones monetarias en la zona del euro, o si las perspectivas para la estabilidad de precios cambiaran significativamente, utilizaría los instrumentos a su alcance para cumplir con su mandato.

## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La incertidumbre alrededor de la situación financiera en Grecia, el inminente incremento en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal y la inestabilidad de los mercados de capitales en China se reflejaron en un repunte de la volatilidad en los mercados (Gráfica 5) y en un comportamiento negativo de la mayoría de los activos financieros de países desarrollados, principalmente durante junio y la primera semana de julio. Sin embargo, dichos movimientos se revirtieron parcialmente después del acuerdo entre Grecia y sus acreedores para negociar un tercer paquete de asistencia financiera y tras las diversas medidas que instrumentó el gobierno de China para frenar la acelerada caída de los índices accionarios en ese país.

**Gráfica 5**  
Rango de la volatilidad implícita de activos financieros seleccionados  
Porcentaje; puntos base



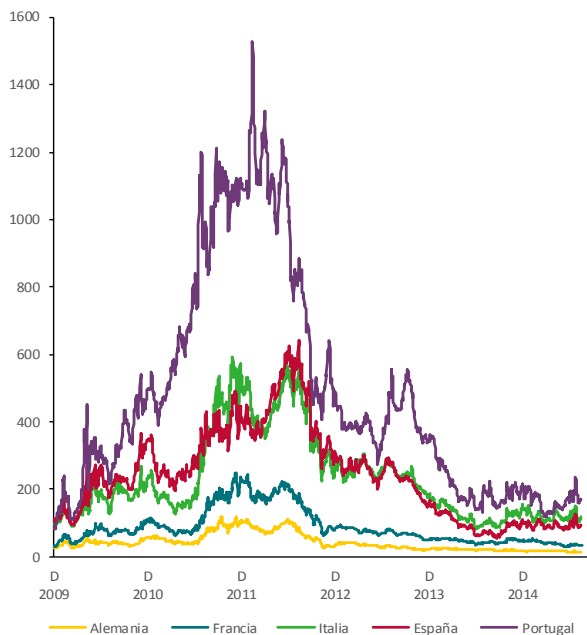
Fuente: Bloomberg.

- 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.

Vale la pena señalar que el impacto de la crisis financiera de Grecia en los mercados de otros países de la región europea fue limitado. De hecho, las tasas de interés de bonos gubernamentales de países de la periferia europea se encuentran incluso por debajo de los niveles observados en la última reunión de política monetaria; las bolsas registraron pérdidas moderadas de entre 1% y 3%; y diversos indicadores de estrés financiero, como los costos de protección ante incumplimiento de pago (CDS por sus siglas en inglés) de los países de la región, se mantuvieron relativamente estables (Gráfica 6). Lo anterior se atribuye principalmente a que; la exposición de inversionistas externos privados a riesgo griego disminuyó significativamente en los últimos años, los países de la periferia europea se encuentran en una mejor situación fiscal gracias a las reformas estructurales que han implementado en los últimos años, en la actualidad se cuenta con un

mayor número de herramientas para responder ante un potencial contagio de la crisis en Grecia, y existe un fuerte compromiso por parte de las autoridades de la Eurozona, en especial del Banco Central Europeo, para preservar la integridad y la estabilidad financiera de la región.

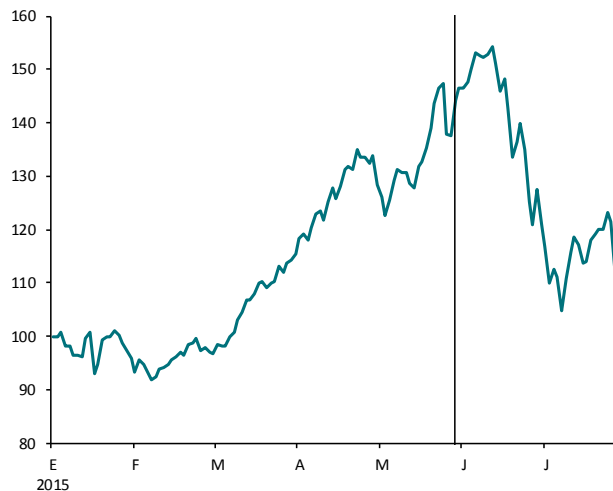
**Gráfica 6**  
**Costo de protección ante incumplimiento (CDS)**  
**a 5 años de países europeos seleccionados**  
 Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, destacó la gran volatilidad que exhibieron los índices accionarios de China durante las primeras semanas de julio, cuando la bolsa de Shanghái cayó cerca de 30% desde el nivel máximo alcanzado a mediados de junio (Gráfica 7). Este movimiento abrupto se dio en un entorno de nerviosismo respecto a un posible debilitamiento de la actividad económica en China y ante la posible existencia de una burbuja en el mercado de capitales alimentada por el importante apalancamiento de los inversionistas para la compra de acciones. En este contexto, las autoridades chinas tomaron diversas medidas para detener la caída acelerada en el mercado de renta variable, incluyendo la suspensión de operaciones de un gran porcentaje de las acciones listadas, compras directas de acciones por parte de instituciones estatales, un relajamiento en los estándares de financiamiento a través de cuentas de margen, y una política monetaria más acomodaticia, entre otras.

**Gráfica 7**  
**Índice accionario Shanghái**  
 (Índice 31 dic=100)



Fuente: Bloomberg.

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

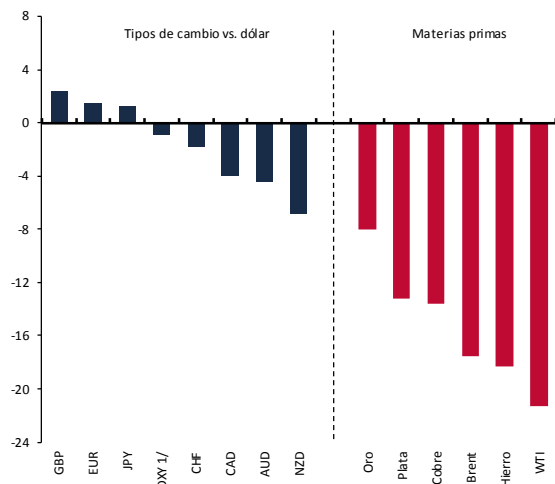
No obstante lo anterior, persiste la incertidumbre de si las medidas instrumentadas por el gobierno serán suficientes para promover la estabilidad de los mercados de capitales en el mediano plazo. Adicionalmente, preocupa que como resultado de la inestabilidad de los mercados y del intervencionismo del gobierno, se merme la confianza de los hogares y de las empresas, lo cual podría representar un factor de riesgo adicional para el crecimiento económico de China.

De hecho, la posibilidad de un nuevo debilitamiento de la economía de China y de la mayoría de las economías de Asia Emergente se ha traducido en una caída importante en el precio de las materias primas y en una depreciación de las divisas de las economías de la región (Gráfica 8).

A pesar de la mayor volatilidad de los mercados financieros, las perspectivas de crecimiento económico, inflación y política monetaria en los principales países desarrollados sufrieron pocos cambios. De esta manera, las expectativas de tasa de interés implícitas en las curvas de overnight index swaps (OIS) continúan validando la noción de que las posturas de política monetaria de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra empezarán a divergir del resto de los bancos centrales de países desarrollados a finales de 2015 o principios de 2016 (Gráfica 9).

### Gráfica 8 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados

Del 1 de junio al 27 de julio de 2015, porcentaje

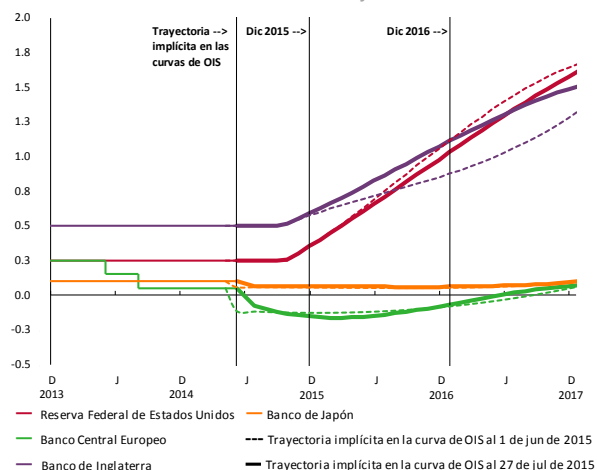


Fuente: Bloomberg.

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%.

### Gráfica 9 Trayectoria esperada de las tasas de referencia implícita en las curvas de OIS\*

Porcentaje



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

Datos al 21 de julio de 2015

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

En particular, los contratos de futuros de fondos federales apuntan a que el primer movimiento de la Reserva Federal podría darse a finales de este año, aunque se estima que el ritmo de normalización de la política monetaria podría ser más gradual al anticipado previamente.

Por su parte, la fecha esperada de un aumento de la tasa objetivo por parte del Banco de Inglaterra se ha

adelantado al primer trimestre de 2016, en respuesta a indicadores económicos más positivos. En contraste, se prevé que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón mantengan una postura monetaria muy laxa por un periodo prolongado.

Finalmente, en cuanto a los factores de riesgo que podrían afectar la evolución de los mercados hacia adelante, el principal sigue siendo una posible sorpresa en torno al inicio del ciclo de alzas de tasa de interés en Estados Unidos. No obstante, un debilitamiento de la actividad económica en algunos países, particularmente en China, también podría ocasionar nuevos periodos de inestabilidad financiera, los cuales se podrían acentuar ante la aparente disminución de la liquidez y profundidad de los mercados en meses recientes, junto con una reducción más profunda en el precio de las materias primas.

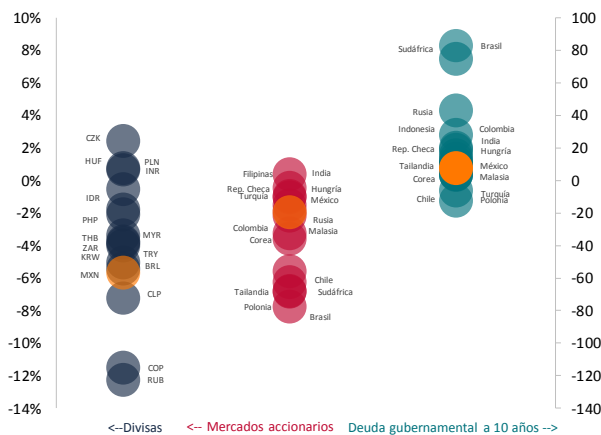
### 2.2.2 Mercados emergentes

Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros de los países emergentes mostraron en su mayoría un desempeño negativo. Al respecto, destacó la depreciación de las divisas de este conjunto de países frente al dólar, la cual obedeció fundamentalmente al fortalecimiento de la expectativa respecto al inicio del ciclo de alza de tasas por parte de la Reserva Federal, y al importante ajuste a la baja en los precios del petróleo (Gráfica 10). Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales aumentaron en magnitudes similares a las observadas en países desarrollados, mientras que los índices accionarios disminuyeron durante el periodo.

**Gráfica 10**

**Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes**

Por ciento



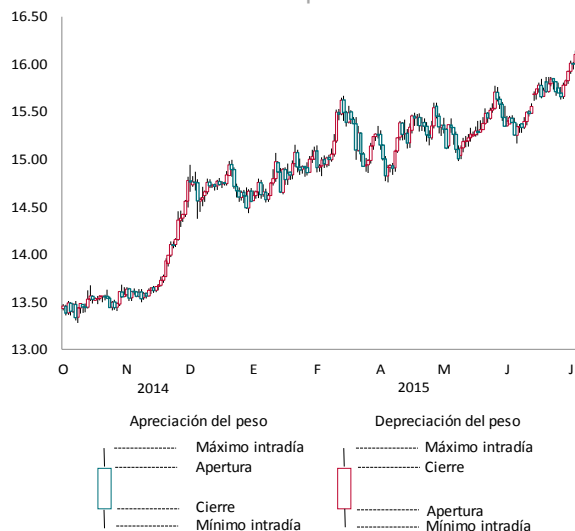
Fuente: Bloomberg.

**2.2.3 Mercados en México**

Los activos financieros en México no fueron ajenos a la mayor volatilidad observada en los mercados financieros globales, por lo que también mostraron un desempeño negativo, siendo el tipo de cambio el activo que primordialmente absorbió el impacto de los ya mencionados choques externos. Así, desde la última reunión de política monetaria a la fecha el peso se depreció 5.2% frente al dólar, alcanzando un nuevo máximo histórico de 16.3490 (Gráfica 11). No obstante lo anterior, las condiciones de operación, medidas a través del diferencial de compra y venta, la volatilidad implícita y el volumen de operación, permanecieron estables y ordenadas (Gráfica 12).

**Gráfica 11**

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

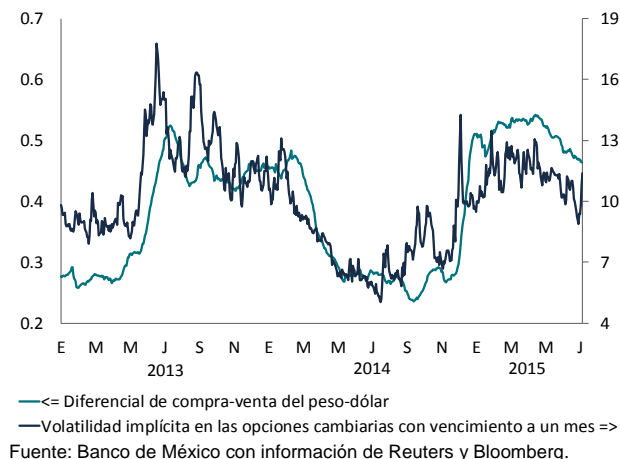


Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 12**

**Diferencial de compra-venta de la cotización peso-dólar y volatilidad implícita a un mes**

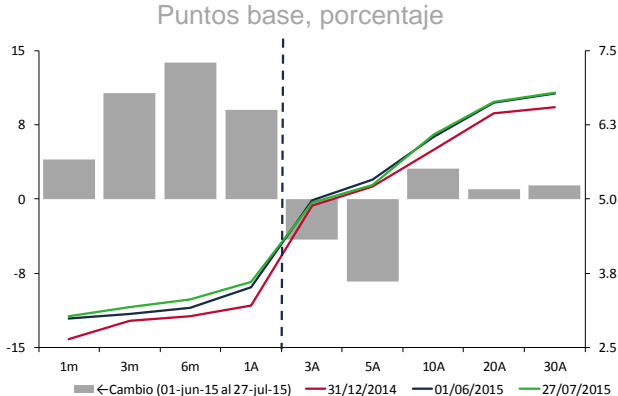
Centavos, porcentaje



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

En lo que respecta a las tasas de interés en México, éstas mostraron muy pocas variaciones (Gráfica 13), destacando nuevamente la alta correlación que mostraron con el mercado de valores del tesoro norteamericano.

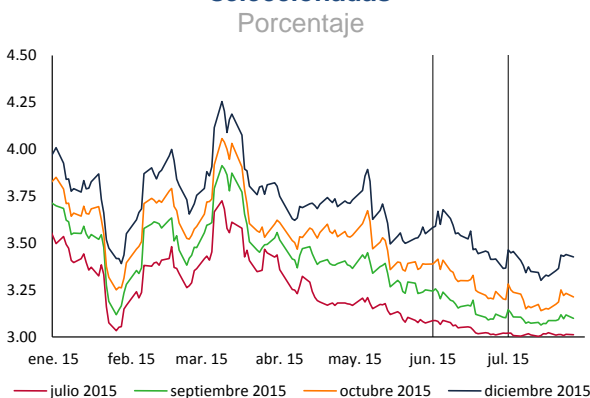
**Gráfica 13**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal**



Fuente: PIP.

Finalmente, el cambio en el calendario de reuniones de política monetaria del Banco de México reforzó la expectativa de los analistas, así como aquella implícita en la estructura de la curva de rendimientos, de que el primer incremento de la tasa de referencia en México se lleve a cabo después de que la Reserva Federal aumente su tasa de referencia (Gráfica 14).

**Gráfica 14**  
**Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIIE de 28 días para las fechas de decisiones seleccionadas**



Nota: La primera línea negra indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México (1 de junio) y la segunda fecha indica el anuncio de cambio en el calendario de decisiones de política monetaria para el resto de 2015.

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

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

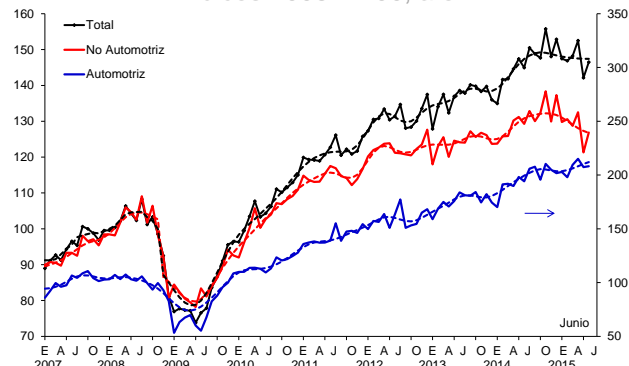
#### 2.3.1. Actividad económica

La información más oportuna sugiere que durante el segundo trimestre de 2015, la actividad económica

en México continuó registrando un moderado ritmo de crecimiento. En particular, prevaleció un débil desempeño de la demanda externa, a la vez que algunos componentes de la demanda interna presentaron cierta pérdida de dinamismo.

En efecto, durante el periodo abril-junio del año en curso, las exportaciones manufactureras exhibieron un estancamiento, luego de la caída observada en el primer trimestre (Gráfica 15). Este comportamiento reflejó, en buena medida, la desaceleración de las exportaciones manufactureras no automotrices, la cual respondió, a su vez, al bajo dinamismo que presentó la producción industrial de Estados Unidos. Con relación a la demanda interna, el consumo continuó presentando un crecimiento moderado. En este contexto, destaca que algunos indicadores de ventas registraron una mejoría en el segundo trimestre de 2015, si bien rubros más agregados de consumo mostraron un desempeño más moderado que en el primer trimestre. Por su parte, la inversión fija bruta perdió dinamismo respecto a la recuperación que se había observado en 2014.

**Gráfica 15**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
Índices 2008 = 100, a.e.



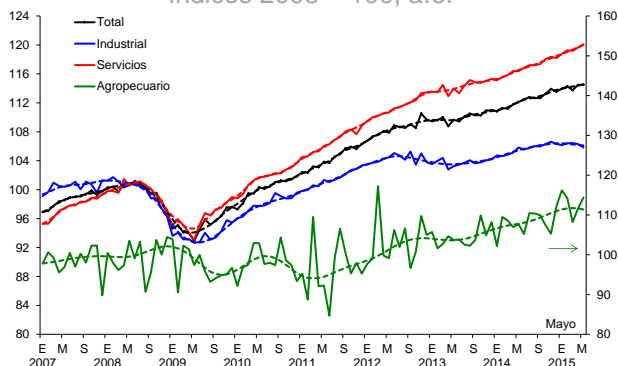
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

Por el lado de la producción, el modesto crecimiento se vio sustentado por el gradual incremento de los servicios, toda vez que en el periodo abril-mayo de 2015 la actividad industrial registró una contracción (Gráfica 16). En particular, si bien la producción manufacturera mantuvo una trayectoria creciente, ésta presentó cierta pérdida de dinamismo (Gráfica 17). Por su parte, la producción minera continuó cayendo como reflejo, en buena medida, del bajo nivel de producción petrolera, a la vez que el sector de la construcción comenzó a exhibir un nuevo debilitamiento después de la recuperación que mostró en 2014.



**Gráfica 16**  
**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.

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



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

## 2.3.2. Inflación

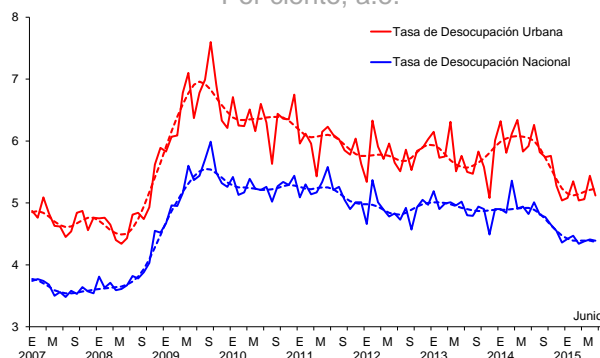
### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La moderada tasa de crecimiento de la actividad económica ha propiciado condiciones de holgura en la economía, lo que a su vez permitió que no se hayan observado presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas, provenientes de la demanda agregada. En particular, la brecha del producto continúa en terreno negativo.

En el periodo abril-junio de 2015, el mercado laboral continuó presentando condiciones de holgura. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana dejaron de exhibir la trayectoria decreciente que se había venido observando desde inicios de 2014, además de que continúan en niveles por

encima de los registrados antes de la crisis (Gráfica 18). Por su parte, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia creciente. En este contexto, las tasas de crecimiento de los principales indicadores salariales no mostraron cambios importantes respecto al trimestre anterior, lo cual, junto con la tendencia que ha presentado la productividad laboral, ha significado que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto permanezcan en niveles bajos.

**Gráfica 18**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
Por ciento, a.e.

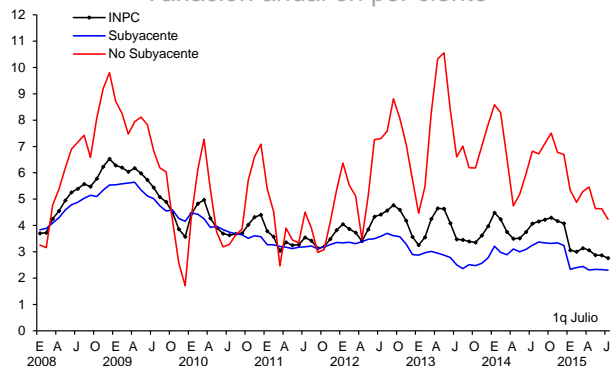


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En el entorno de holgura que se ha manifestado en la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada, la inflación general anual se ha ubicado en los últimos meses por debajo del objetivo de 3 por ciento. En particular, entre la primera quincena de mayo y la primera quincena de julio la inflación general anual se redujo de 2.93 a 2.76 por ciento (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este desempeño de la inflación tuvo lugar a pesar de la depreciación de la moneda nacional, cuyo efecto sobre precios ha sido limitado. La conducción de la política monetaria, las reducciones en los precios de los energéticos y de los servicios de telecomunicaciones han contribuido, tanto directa como indirectamente, a la evolución de la inflación.

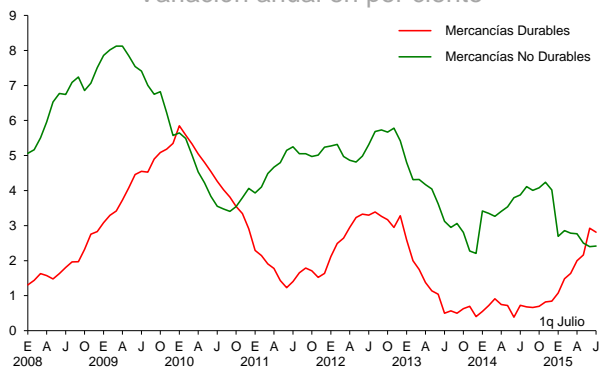
**Gráfica 19**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que va del año, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles considerablemente por debajo de 3 por ciento, situándose en la primera quincena de mayo y en la primera quincena de julio en 2.36 y 2.30 por ciento, respectivamente (Gráfica 19 y Cuadro 1). En particular, el subíndice de precios de los servicios ha exhibido tasas de crecimiento anual cercanas a 2 por ciento. En lo referente al subíndice de precios de las mercancías, los efectos de la depreciación del tipo de cambio se han concentrado, principalmente, en los precios de las mercancías durables (Gráfica 20). Esto, sin que hasta el momento se hayan generado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios.

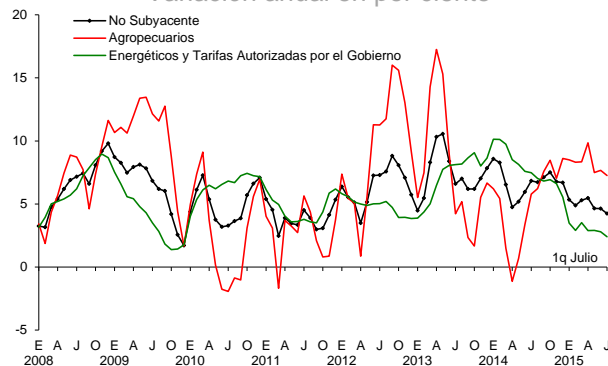
**Gráfica 20**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

El índice de precios no subyacente continuó atenuando su tasa de variación anual, pasando de 4.76 a 4.23 por ciento entre la primera quincena de mayo y la primera quincena de julio. Este resultado se explica, principalmente, por las menores tasas de crecimiento en los precios de los energéticos (Gráfica 21 y Cuadro 1).

**Gráfica 21**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) permanecen estables alrededor de 3.2 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario continúa en niveles negativos. Por su parte, las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado para el cierre de 2015 continuaron su tendencia a la baja, al pasar la media de 3.0 por ciento en la encuesta de mayo a 2.9 por ciento en la de junio. Asimismo, la correspondiente al cierre de 2016 disminuyó de 3.44 a 3.39 por ciento en el mismo periodo. Mientras tanto, las correspondientes a mayores plazos se mantuvieron bien ancladas alrededor de 3.5 por ciento.

Considerando la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, así como el desempeño reciente de la inflación, se espera que tanto la inflación general como la subyacente continúen por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015. Para 2016, las previsiones ubican a ambos indicadores en niveles cercanos a 3 por ciento.

La previsión referida para la trayectoria de la inflación general no está exenta de riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que a raíz de la depreciación de la moneda nacional se materialicen mayores incrementos de precio que a su vez den lugar a una contaminación de las expectativas de inflación. A la baja, disminuciones adicionales en los precios de los energéticos y/o en los servicios de las telecomunicaciones y que el dinamismo de la actividad económica en el país resulte menor al previsto.

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

Concepto	Diciembre 2014	Mayo 1q 2015	Julio 1q 2015
<b>INPC</b>	<b>4.08</b>	<b>2.93</b>	<b>2.76</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.24</b>	<b>2.36</b>	<b>2.30</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.50</b>	<b>2.52</b>	<b>2.48</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.31	2.58	2.27
Mercancías no Alimenticias	2.04	2.47	2.65
<b>Servicios</b>	<b>3.03</b>	<b>2.23</b>	<b>2.16</b>
Vivienda	2.14	2.08	2.08
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.36	4.35
Otros Servicios	3.60	1.77	1.61
<b>No Subyacente</b>	<b>6.70</b>	<b>4.76</b>	<b>4.23</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>8.61</b>	<b>7.96</b>	<b>7.26</b>
Frutas y Verduras	0.10	7.00	8.84
Pecuarios	14.03	8.45	6.45
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>5.55</b>	<b>2.83</b>	<b>2.41</b>
Energéticos	6.43	3.22	2.61
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.88	2.14	2.05

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros destacó que la economía mundial ha mantenido un ritmo moderado de recuperación. También mencionó que los balances de riesgos para el crecimiento y para la inflación mundial se mantienen sin cambio respecto de la decisión de política monetaria anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que ha continuado mostrando una moderación en su ritmo de crecimiento y considera que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la anterior decisión de política monetaria. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que perduran las condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. En cuanto a la evolución de la inflación, la mayoría destacó que en los últimos meses fue menor a 3 por ciento, incluso por debajo de lo previsto a pesar de la depreciación de la moneda nacional y coincidió en que se prevé que tanto la inflación general como la subyacente se mantengan por debajo de 3 por ciento durante el resto del año. Finalmente, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo mejoró, si bien persisten riesgos significativos al alza.

La mayoría de los miembros señaló que la actividad económica mundial ha mantenido un ritmo modesto de recuperación. Uno de ellos comentó que la economía global mostró un ligero fortalecimiento en el segundo trimestre tras la desaceleración registrada a principios de este año, mientras que otro destacó el entorno de debilidad mundial y expresó su preocupación ante una caída importante del comercio internacional. Adicionalmente, consideró que dicha debilidad podría continuar hacia adelante, mencionando como un posible factor subyacente la persistencia de los efectos de la crisis financiera global. Añadió que el débil crecimiento antes mencionado se ha venido reflejando en una baja inflación a nivel mundial, con caídas importantes en los precios de las mercancías básicas. Uno de los miembros destacó que el crecimiento mundial enfrenta riesgos a la baja, si bien la mayoría concordó que los balances de riesgos para el

crecimiento y la inflación mundiales no cambiaron respecto a la decisión anterior.

La mayoría de los miembros destacó que la actividad económica en Estados Unidos ha mantenido en general una tendencia al alza, si bien algunos apuntaron que se han observado cifras mixtas. En particular, destacaron la recuperación que se ha registrado en el consumo privado y en el empleo, en contraste con la debilidad en la inversión no residencial y en las exportaciones netas. La mayoría de los miembros coincidió en que el sector industrial ha mostrado debilidad desde inicios del año, principalmente a raíz de la apreciación generalizada del dólar y de la menor inversión en el sector de la energía. Adicionalmente, reconocieron que el mercado laboral ha continuado mostrando una evolución favorable, aunque hasta ahora sin presiones salariales. Algunos apuntaron que la inflación permanece en niveles bajos, y anticiparon que se irá incrementando gradualmente a niveles cercanos al objetivo de 2 por ciento. La mayoría recalcó que se prevé que la actividad económica de ese país continúe fortaleciéndose paulatinamente durante lo que resta de 2015 y 2016, enfatizando uno de ellos que dicha fortaleza sería apoyada por la mejoría en el mercado de trabajo, bajos precios de los energéticos y la perspectiva de que el impacto de algunos factores que afectaron al sector industrial en los primeros meses del año se atenúe. Por su parte, otro miembro apuntó que el tema fundamental es ver si esta trayectoria ascendente se podría mantener con condiciones monetarias menos acomodaticias, una vez que la Reserva Federal decida aumentar su tasa de interés de referencia.

En este entorno, todos los miembros mencionaron que la Reserva Federal ha enfatizado que, considerando sus previsiones actuales para la actividad económica, el empleo y la inflación, estima que el primer incremento en la tasa de interés de referencia tendría lugar en 2015 y que el ritmo de aumentos subsecuentes sería gradual. Algunos integrantes señalaron que este banco central ha reiterado que el ritmo de incrementos dependerá de la evolución de la economía, por lo que prevalece un alto grado de incertidumbre respecto al proceso de normalización. Además algunos miembros apuntaron que esta incertidumbre ha contribuido a la volatilidad financiera, la cual incluso podría exacerbarse ante una sorpresa por parte de la Reserva Federal. Uno de ellos recalcó que la excesiva dependencia de los datos de alta frecuencia ha resultado en una diferencia entre las expectativas de política monetaria de los miembros del Comité

Federal de Mercado Abierto, las de analistas económicos y las tasas implícitas en instrumentos financieros.

Todos los miembros reconocieron que la actividad económica en la zona del euro ha venido mostrando una incipiente recuperación. En este contexto, uno agregó que dicha mejoría se ha dado a partir de niveles muy bajos y que fue en gran parte impulsada por el extraordinario estímulo monetario adoptado por el Banco Central Europeo. Otro señaló que las elevadas tasas de desempleo, el todavía fuerte endeudamiento de hogares, empresas y gobiernos, así como el lento progreso en la implementación de reformas estructurales, podrían continuar limitando la fortaleza de la recuperación. Por su parte, algunos miembros recalcaron que aunque se espera que la inflación se mantenga baja en los próximos meses, se estima que en lo que resta del año muestre una tendencia al alza. La mayoría de los integrantes coincidió que los riesgos derivados de la situación en Grecia no se han disipado en virtud de las dificultades para lograr un nivel de endeudamiento sostenible en ese país, a lo que uno agregó que esta situación reactivó el riesgo de cola que implica la fragmentación de la zona del euro y pone de manifiesto las debilidades estructurales de la zona.

Algunos miembros señalaron que el moderado crecimiento global ha sido impulsado principalmente por las economías avanzadas. La mayoría destacó el dinamismo en el Reino Unido, a lo cual uno de los integrantes agregó que dicha mejoría podría llevar al inicio de un ciclo de incrementos de su tasa de referencia a principios del próximo año. En cuanto a Japón, algunos subrayaron el débil desempeño de su actividad, y en particular, un miembro mencionó que la recuperación es frágil y que la inflación ha sido menor de lo anticipado, sin que se hayan implementado plenamente las reformas estructurales anunciadas ya por varios años.

Todos los miembros destacaron que en gran parte de las economías emergentes la actividad sigue debilitándose. La mayoría atribuyó dicha moderación a la caída de los precios de materias primas y a una debilidad prolongada en la actividad en los países avanzados, mientras que uno de ellos añadió como factores detrás de este desempeño un entorno de condiciones financieras más astringentes, problemas de naturaleza geopolítica y un aparente menor crecimiento potencial en estas economías. La mayoría de los integrantes destacó el caso de China, que ha mostrado una desaceleración importante, enfatizando uno de ellos que se proyecta una

tendencia a la baja en su ritmo de crecimiento este año y el que sigue. Un integrante comentó sobre la dificultad que ha enfrentado este país para rebalancear su economía de un crecimiento basado en la inversión y en la promoción de las exportaciones hacia uno orientado al consumo interno. También mencionó el caso de Brasil, que enfrenta una marcada recesión y desbalances macroeconómicos.

Todos los miembros apuntaron que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se incrementó a últimas fechas en respuesta, principalmente, a la incertidumbre en torno al inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Adicionalmente, todos señalaron que los temores de una posible salida de Grecia de la zona del euro, ante las dificultades de ese país para hacer frente a sus obligaciones financieras, así como los problemas en los mercados financieros en China, que han puesto en evidencia las vulnerabilidades existentes en su sistema financiero, también contribuyeron a elevar la volatilidad en las últimas semanas. Al respecto, uno de ellos mencionó que los problemas son resultado de políticas monetarias y crediticias laxas. Otro apuntó que los acontecimientos en el mercado bursátil chino han sido perjudiciales y están generando pérdidas de riqueza importantes en esa economía. Además, enfatizó que otro factor que ha contribuido a la volatilidad en los mercados financieros internacionales ha sido la reciente caída en los precios de diversas materias primas, que se ha dado en parte por el fin del súper ciclo de precios de estos insumos, por la caída en la demanda global, el aumento en la oferta generado por las inversiones que se hicieron cuando los precios presentaban una tendencia al alza y la apreciación del dólar. Por otro lado, también destacó que dada la expansión monetaria tan importante en Estados Unidos y la canalización de estos recursos a muchos países del mundo, el inminente inicio del proceso de normalización de la política monetaria en ese país ha generado reasignaciones de portafolio importantes así como una mayor demanda por coberturas de riesgos. La mayoría concordó que este entorno se ha reflejado principalmente en una apreciación sostenida y generalizada del dólar estadounidense respecto a prácticamente todas las demás divisas del mundo. En este contexto, un miembro recalcó que uno de los principales retos para las economías emergentes, que han observado fuertes caídas en sus entradas de capital, es superar adecuadamente los periodos de turbulencia en los mercados financieros internacionales. La mayoría enfatizó que

es posible que la volatilidad de los mercados financieros internacionales continúe o incluso que se agudice. Asimismo señaló que existe el riesgo de que se pronuncie aún más la debilidad del sistema financiero en China y en particular uno apuntó que persisten dudas respecto al impacto que los acontecimientos ocurridos en ese país pudieran tener en su sistema financiero, ya que muchas de las compras que dieron lugar al crecimiento de los precios de las acciones fueron financiadas con créditos de margen, lo que pudiera reflejar un alto grado de apalancamiento, y a su vez podría generar un efecto multiplicador a través del sistema financiero. Por su parte, otro integrante agregó que correcciones adicionales en otros mercados como el inmobiliario o el de crédito podrían representar riesgos adicionales para ese país.

En lo que corresponde a la actividad económica en México, todos los miembros destacaron que esta continuó mostrando un crecimiento débil. Añadieron que, después de la disminución que se observó en la producción industrial en el primer trimestre, los sectores de las manufacturas no automotrices, la minería y la construcción siguieron presentando un pobre desempeño durante el segundo trimestre del presente año. Uno destacó que la continua recuperación de los servicios se ha visto contrarrestada en parte por la desaceleración industrial. Otro agregó que la debilidad en el sector minero petrolero ha afectado a los servicios asociados a esta actividad. La mayoría agregó que las exportaciones han registrado un deterioro respecto a la segunda mitad de 2014. Un integrante señaló que sorprende el débil desempeño del sector exportador a la luz de la depreciación de la moneda nacional. Al respecto, algunos puntualizaron que esta debilidad responde, en buena medida, a que la producción industrial estadounidense se contrajo en el primer semestre del año. Por su parte, todos los integrantes coincidieron en que la inversión privada se mantuvo débil. Sin embargo, la mayoría sostuvo que el consumo ha registrado un crecimiento moderado, apoyado en parte por la dinámica del mercado laboral y por los bajos niveles de inflación. Uno de ellos añadió que las bajas tasas de interés también han impulsado el consumo y otro apuntó que se observó una recuperación en el financiamiento, aunque de forma moderada.

Tomando en cuenta lo anterior, la mayoría coincidió en que prevalecen condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto. Asimismo, prevé que estas condiciones continúen al menos hasta finales del próximo año, por lo que no

anticipa presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que es de esperarse que el crecimiento del PIB se fortalezca de manera gradual en el segundo semestre de 2015 y en 2016. Algunos añadieron que el repunte de la producción industrial de Estados Unidos y los avances en la implementación de las reformas estructurales en México favorecerán a la economía del país. Al respecto, un miembro puntualizó que la depreciación del peso también debería estimular las exportaciones manufactureras de nuestro país. Agregó que la mejoría de la masa salarial en términos reales y la expansión de las remesas deberían seguir apuntalando la recuperación del consumo, y que a medida que estos factores se reflejen en el comportamiento de la economía, la confianza también deberá verse fortalecida, estimulando el gasto tanto en consumo como en inversión. Adicionalmente, consideró que, tomando en cuenta que es probable que el ritmo de crecimiento del PIB durante el primer semestre de 2015 se haya ubicado por debajo de lo anticipado previamente, es previsible que la tasa de crecimiento económico se ubique cerca del límite inferior del rango de 2 a 3 por ciento proyectado por el Banco de México en su último Informe Trimestral.

Como riesgos para el crecimiento, algunos miembros de la Junta mencionaron una posible desaceleración en la producción industrial de Estados Unidos y que las perspectivas de los inversionistas se deterioren. Por su parte, un integrante indicó que otros factores adversos podrían ser la continuación de la caída de la producción y el precio del petróleo y la inseguridad pública, como lo refleja la encuesta del Banco de México a analistas. Otro agregó que la normalización de la política monetaria estadounidense podría tener un impacto adverso sobre el país ante un incremento adicional en la volatilidad en los mercados financieros. Señaló como factores adicionales de riesgo la insuficiente fortaleza de los determinantes del consumo privado y la desaceleración que se está observando en el sector de la construcción. En vista de lo anterior, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la anterior decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros señaló que la inflación ha mostrado un comportamiento favorable a lo largo del año y que en los últimos meses fue menor a 3 por ciento, destacando que incluso ha resultado por debajo de lo previsto. Al respecto, algunos apuntaron que el nivel actual de inflación es el más bajo del que

se tenga registro y que este desempeño ha sido reflejo de la evolución benigna tanto del componente subyacente como del no subyacente. Un integrante añadió que la reducción en los precios de insumos de uso generalizado, como los energéticos, materias primas y los servicios de telecomunicaciones, han contribuido al desempeño favorable de la inflación. Todos los miembros coincidieron en que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido limitado, reflejándose principalmente en los precios de los bienes durables, sin dar lugar a efectos de segundo orden. Algunos miembros afirmaron que a esto último también ha contribuido el hecho de que no se han presentado ni se anticipan presiones sobre la inflación por el lado de la demanda. A pesar de lo anterior, un integrante puntualizó que si bien algunos indicadores de la tendencia de mediano plazo de la inflación son favorables, debe reconocerse que su desempeño se ha visto favorecido este año por el efecto base asociado con el aumento de impuestos del año pasado, la desaparición de las tarifas de larga distancia nacional, el descenso del precio de los energéticos y la variación moderada de los precios de productos agropecuarios.

La mayoría de los miembros destacó que las expectativas para la inflación general y subyacente al cierre de 2015 y 2016 han disminuido, ubicándose la media de las correspondientes al presente año por debajo de 3 por ciento. Agregó también que las expectativas para horizontes de mayor plazo permanecen bien ancladas. Un miembro señaló que tal vez por lo inusual de los factores que han contribuido a la reducción de la inflación durante el presente año, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes de encuestas han permanecido sin cambio por arriba del objetivo. Recalcó que si bien hasta ahora el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido limitado, la persistencia de la debilidad del peso e incluso su ampliación, podrían conducir a un deterioro de las expectativas de inflación. No obstante, un integrante destacó que, en particular, las expectativas de mediano y largo plazo provenientes de instrumentos de mercado se han mantenido ligeramente por arriba pero muy cerca de 3 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta anticipa que la inflación general se mantendrá por debajo de 3 por ciento durante el resto del año, al igual que la inflación subyacente. Para 2016, estima que tanto la inflación general como la subyacente observen niveles cercanos a 3 por ciento. Un miembro

puntualizó que dichas previsiones toman en consideración las condiciones de holgura que se prevé prevalezcan en la economía en los siguientes trimestres. Derivado de lo anterior, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo mejoró, si bien indicó que persisten riesgos significativos al alza. Otro integrante señaló que el balance de riesgos continúa siendo al alza. Entre los riesgos al alza, todos mencionaron que la depreciación del peso podría tener un impacto mayor sobre los precios y contaminar las expectativas de inflación. Un integrante señaló que este riesgo es particularmente importante ante la expectativa de una recuperación de la actividad económica en Estados Unidos y la proximidad del primer incremento en la tasa de interés de política monetaria en dicho país. No obstante, otro miembro comentó que hasta el momento este mayor traspaso no se ha visto y difícilmente se verá reflejado en la inflación en la medida que el grado de holgura en la economía mexicana continúe siendo tan grande. Algunos miembros destacaron también la posibilidad de que los precios agropecuarios registren mayores aumentos en congruencia con su promedio histórico, si bien uno de ellos reconoció que el impacto de este tipo de choques generalmente no tiene efectos de segundo orden sobre la inflación. Como factores a considerar hacia adelante, un miembro añadió el hecho de que los choques positivos sobre la inflación que se registraron este año no necesariamente se repetirán el próximo y la posibilidad de que, dado un crecimiento potencial de la economía probablemente menor al tradicionalmente estimado, conforme avance la recuperación económica puedan surgir presiones de demanda agregada. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los integrantes resaltó la posibilidad de que la actividad económica en el país tenga un dinamismo todavía menor al previsto y que las reformas estructurales continúen teniendo un efecto favorable sobre la inflación, como ha sucedido en los sectores de telecomunicaciones y energía.

Todos los miembros destacaron que ante la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, el peso mexicano experimentó recientemente una depreciación significativa frente al dólar estadounidense. Uno de ellos enfatizó que dicha depreciación ha sido de las mayores entre las economías emergentes en las últimas semanas. No obstante, otro subrayó que la depreciación frente al dólar ha sido un fenómeno generalizado y que el peso mexicano se ha apreciado respecto a monedas de otras economías emergentes e incluso de algunas avanzadas productoras de materias primas tales

como Australia, Nueva Zelanda y Canadá. Todos coincidieron en que el ajuste al alza en la cotización de la moneda nacional frente al dólar obedeció, primordialmente, a la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En este sentido, uno argumentó que el tipo de cambio puede estar experimentando una sobre-reacción ya que un incremento en la tasa de fondos federales en respuesta a perspectivas de un mayor crecimiento en Estados Unidos tendería a la postre a favorecer a la economía de México y en consecuencia a la moneda nacional. No obstante, otro señaló que de continuar la presión sobre el peso el impacto podría complicarse si se considera la elevada tenencia de bonos gubernamentales denominados en pesos en manos de no residentes. La mayoría añadió que la caída en el precio del petróleo ha sido otro factor que ha contribuido a la depreciación del peso mexicano. Algunos de ellos agregaron que factores internos, como la disminución en la plataforma de producción petrolera, también han influido en el comportamiento de la cotización de la moneda nacional. Uno subrayó que a pesar de la depreciación, los indicadores de riesgo-país hasta el momento solo han aumentado moderadamente. En este contexto, la mayoría destacó que las tasas de interés de corto plazo se incrementaron, si bien las de mayor plazo se mantuvieron sin cambios.

Todos coincidieron en que ante la posibilidad de que la volatilidad en los mercados financieros internacionales continúe o incluso se agudice, es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido. La mayoría concordó en que ello contribuiría a preservar la confianza en la economía de México y a que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos, en un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes. Mencionó que para mantener un marco macroeconómico sólido en el país sería necesario, en adición a ajustes oportunos en la postura de política monetaria, consolidar los esfuerzos recientes en el ámbito fiscal. En este sentido, uno de ellos subrayó que es importante que la razón de deuda pública a PIB se establezca e incluso descienda en cumplimiento con las proyecciones gubernamentales. En adición al fortalecimiento de las finanzas públicas, algunos destacaron que también es necesaria una implementación eficaz de la reforma energética.

En lo referente a la conducción de la política monetaria, la mayoría de los miembros coincidió que esta enfrenta una coyuntura en la que en el ámbito

interno las condiciones cíclicas de la economía continúan mostrando debilidad, la inflación general se ha ubicado por debajo de la meta permanente de 3 por ciento y se espera que permanezca en ese nivel durante 2015, además de que las expectativas de inflación están bien ancladas a pesar de la depreciación de la moneda nacional. Por otro lado, en el ámbito externo, alertaron que las posibles acciones de política monetaria por parte de la Reserva Federal podrían tener repercusiones adicionales sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, en consecuencia, sobre la dinámica de los precios en México. Considerando lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la postura monetaria vigente es conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento. Sin embargo, uno de los integrantes indicó su preferencia por un incremento de 25 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria debido a los siguientes factores. Señaló que ante las probables acciones de la Reserva Federal, especialmente cuando estas parecen inminentes, conviene adoptar una postura preventiva. Argumentó que dicha postura ayudaría a contrarrestar las repercusiones que la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria en Estados Unidos pudiera tener sobre la inflación y la estabilidad financiera en México, antes de que estas se materialicen. Asimismo, alertó que actuar hasta que se presenten problemas, puede implicar tener que realizar ajustes más significativos que siendo preventivos. Además, afirmó que actuar preventivamente permite enviar una señal a los mercados que contribuiría a mitigar las dudas sobre la evolución futura de las condiciones monetarias relativas entre México y Estados Unidos. En este sentido, explicó que las condiciones monetarias en México se han relajado significativamente, aun cuando la tasa de referencia no se ha modificado, al tiempo que las de Estados Unidos se han apretado por la apreciación generalizada del dólar. Por su parte, otro explicó que un ajuste preventivo no es conveniente, en virtud de los bajos niveles de inflación, el lento ritmo de recuperación de la actividad económica y la incertidumbre sobre la fecha en que la Reserva Federal comience a aumentar su tasa de referencia y la magnitud del posible impacto sobre la economía de México. Señaló que en caso de nuevos brotes de volatilidad considerados como temporales, éstos podrían enfrentarse mediante ajustes en los mecanismos de provisión de liquidez al mercado cambiario. No obstante, reconoció que de presentarse ajustes desordenados en los mercados que pongan en riesgo el control de la inflación o la estabilidad



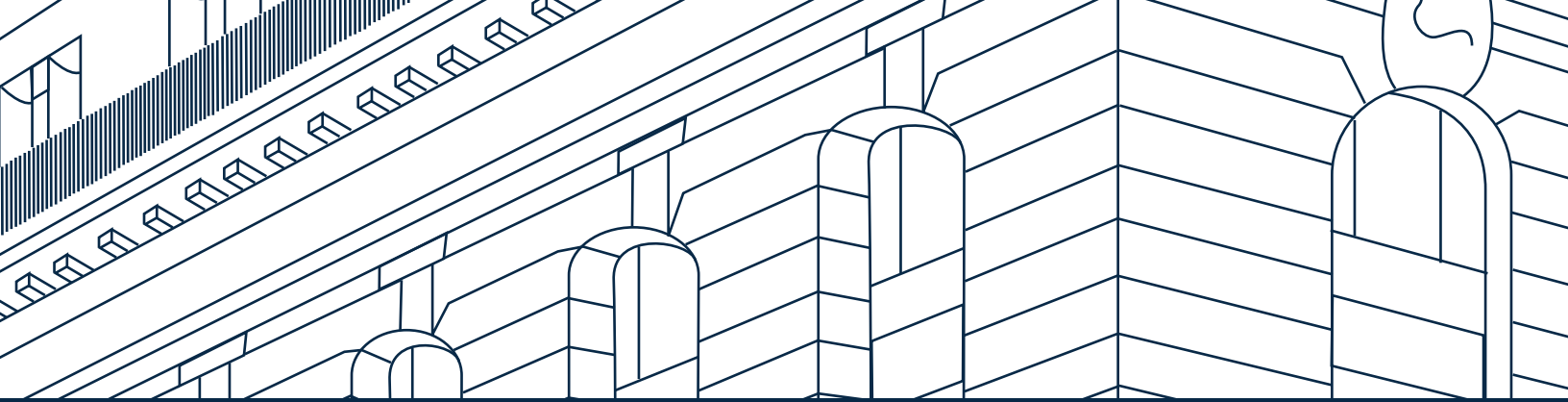
financiera, el Banco de México tendría que actuar de manera expedita aun cuando la Reserva Federal no haya iniciado la normalización de su política monetaria. Asimismo, explicó que dada la periodicidad con la que se dispone de información sobre expectativas de inflación y los retos que implica su estimación a partir de instrumentos de mercado, no debería condicionarse la respuesta de política monetaria a un desanclaje de las expectativas de inflación. Finalmente, algunos mencionaron que de haber implicaciones para la estabilidad financiera, derivadas de reducciones importantes en las tenencias de valores gubernamentales en manos de no residentes, estaría justificada una respuesta de política monetaria aun cuando las expectativas de inflación permanezcan estables.

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

Teniendo en cuenta lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió mantener en 3 por ciento el objetivo

para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estima que la postura monetaria vigente es conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento. Tres miembros de la Junta votaron a favor de mantener la tasa de referencia sin cambio, mientras que un miembro votó por incrementar la tasa de referencia en 25 puntos base.

Teniendo en consideración todo lo expuesto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular al desempeño del tipo de cambio, a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 13 de agosto de 2015

