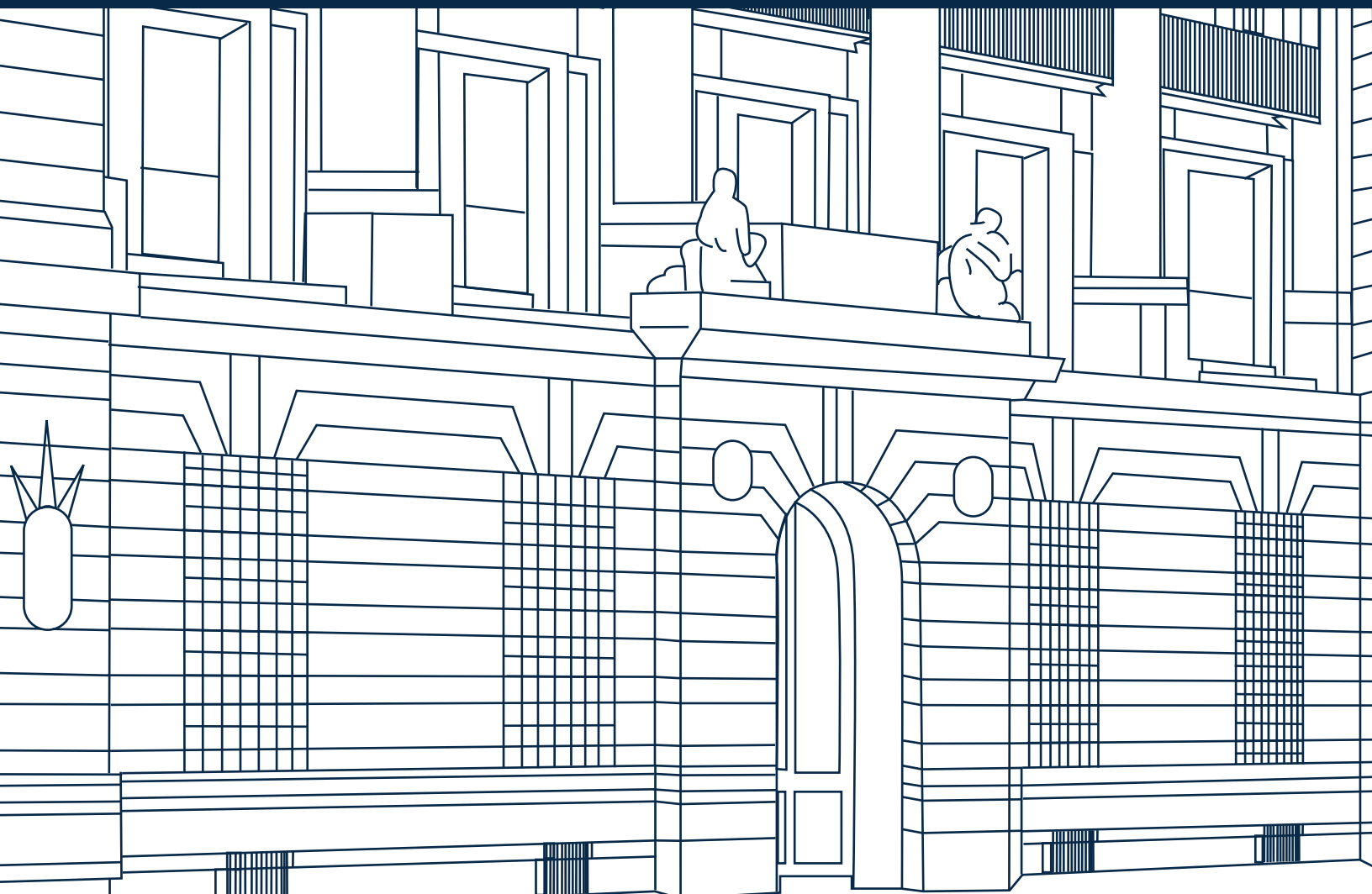


BANCO DE MÉXICO

Minuta número 34

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 26 de marzo 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: 25 de marzo de 2015.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

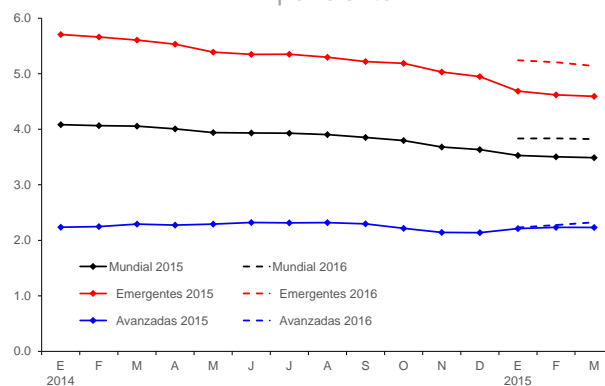
2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial continúa sin mostrar señales claras de una recuperación (Gráfica 1). Si bien la caída reciente en los precios del petróleo ha sido en balance un apoyo para el crecimiento económico, principalmente en las economías avanzadas, se siguen presentando marcadas divergencias entre regiones.

La información más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos se vio afectado a principios de 2015 por factores transitorios y por la apreciación del dólar. En particular, la actividad manufacturera en ese país se desaceleró a principios del año debido en parte al mal tiempo y a disrupciones en las cadenas de suministro y en el envío de pedidos al exterior por disputas laborales en los principales puertos de la

costa oeste de ese país. En este contexto, el crecimiento del consumo privado y de las exportaciones se moderó en los primeros meses del año.

Gráfica 1
Evolución de Expectativas de Crecimiento del PIB para 2015 y 2016^{1/}
En por ciento



1/ Promedio por región ponderado por la participación del PIB de cada país basado en la paridad de poder compra con respecto al PIB total mundial en el año correspondiente.

Fuente: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

A pesar de lo anterior, el mercado laboral estadounidense siguió recuperándose con sólidos aumentos en el nivel de empleo y una caída adicional en la tasa de desempleo. En febrero, ésta se ubicó en 5.5 por ciento, en un contexto en el que la participación laboral se mantuvo estable. Sin embargo, a pesar de esta mejoría, el crecimiento de los salarios se mantuvo en niveles bajos.

En la zona del euro, la actividad económica continúa mostrando en términos generales debilidad, aunque en el margen presentó una mejoría, motivada en parte por menores precios de los energéticos y por la depreciación del euro en el contexto de una política monetaria más acomodaticia. Esto se ha traducido en un incipiente repunte en el ingreso personal disponible, una ligera recuperación del consumo y de las exportaciones, así como en cierta mejoría en las condiciones de financiamiento. Por su parte, en Grecia, a pesar del acuerdo tentativo alcanzado para extender hasta junio la asistencia financiera por parte de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, persisten las preocupaciones sobre la posibilidad de una crisis de liquidez en el gobierno y sobre la sostenibilidad de su deuda.

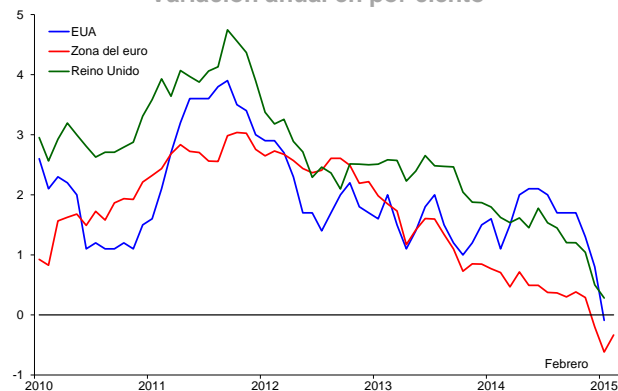
En las economías emergentes, la actividad económica siguió desacelerándose. A ello contribuyó el impacto de los menores precios de las materias primas sobre los términos de intercambio y sobre el ingreso real. En este entorno, destaca la

revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento de países como Brasil, China y Rusia. Hacia adelante, dicha desaceleración se podría intensificar ante la posibilidad de que las condiciones en los mercados financieros internacionales se tornen más astringentes durante este año.

Después de la disminución que en los meses previos registraron los precios del petróleo, en las últimas semanas se observó un ligero incremento debido a un repunte en la demanda de productos refinados, a la acumulación de inventarios y a algunas interrupciones en el suministro de crudo, asociadas a conflictos geopolíticos y al mal tiempo. Por su parte, los precios de los granos, en general, siguieron cayendo ante la mayor oferta mundial y un panorama favorable para su producción. Finalmente, los precios de los metales industriales también mostraron un comportamiento a la baja debido a una menor demanda proveniente de China.

La fuerte disminución en el precio internacional del petróleo desde mediados de 2014 hasta enero de este año ha contribuido a la reducción significativa de la inflación general en las principales economías avanzadas (Gráfica 2) y en varias de las emergentes. Adicionalmente, la debilidad económica en algunos países también ha influenciado el desempeño reciente de la inflación. Ante la expectativa de que los precios de la energía se mantengan bajos y que la debilidad que prevalece en varias de estas economías continúe, no se prevé un incremento en la inflación mundial en el corto plazo. En algunos casos inclusive se han observado disminuciones en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

Gráfica 2
Economías Avanzadas: Inflación General
Variación anual en por ciento



En un entorno de bajo crecimiento en varias economías avanzadas y emergentes y de una reducción temporal de la inflación y de sus expectativas, se acentuó la postura monetaria acomodaticia en la mayoría de los países. Se espera que en muchos de ellos dicha postura continúe siendo acomodaticia en los siguientes meses. Por el contrario, en Estados Unidos se ha mantenido la expectativa de un incremento en la tasa de referencia de la Reserva Federal durante este año.

En particular, la Reserva Federal, en su reunión de marzo, modificó la guía futura de su tasa de referencia, señalando que aumentará el rango objetivo de la tasa de fondos federales una vez que se observen avances adicionales en el mercado laboral y que se estime razonablemente en que la inflación regresará a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. Además, señaló que en línea con su comunicado previo, es poco probable que incremente la tasa de referencia en su próxima reunión de abril. La Reserva Federal enfatizó que este cambio en su guía futura no implica que se haya decidido cuándo tendrá lugar el primer incremento en su rango objetivo de tasas de interés y reiteró que sus siguientes acciones de política monetaria dependerán del comportamiento de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación. Cabe destacar que en esta reunión, los participantes del Comité también revisaron a la baja sus previsiones de crecimiento, inflación y tasa de desempleo para 2015 y 2016. En congruencia con dichos pronósticos, la mediana de las expectativas de los miembros de dicho Comité respecto al nivel de la tasa de fondos federales para el cierre de dichos años resultó más baja.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de marzo revisó a la baja su pronóstico de inflación para 2015, particularmente por la influencia de los precios del petróleo, pero lo elevó para 2016 y 2017 ante la expectativa de una recuperación moderada de los precios del crudo y de un cierre gradual en la brecha de producto. Adicionalmente, el BCE inició en marzo la compra de valores soberanos, con un impacto positivo en los mercados financieros y en las expectativas de inflación. Sin embargo, prevalecen riesgos deflacionarios en la región ante la posibilidad de que la inflación observada se mantenga en niveles muy bajos y de que las expectativas de inflación disminuyan más.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La divergencia entre los ciclos económicos y las expectativas de política monetaria en países desarrollados ha sido un factor determinante en el comportamiento de la cotización de distintos activos financieros.

En los mercados cambiarios, el dólar continuó fortaleciéndose frente a la mayoría de las divisas, alcanzando su nivel más apreciado de los últimos doce años (Gráfica 3), ante la expectativa de que la Reserva Federal inicie su proceso de normalización de política monetaria en los siguientes meses. Vale la pena señalar que muchas divisas acentuaron su depreciación frente al dólar debido a las acciones expansivas de los bancos centrales de sus países. Tal es el caso del euro, que acumula una depreciación de casi 10% frente al dólar en lo que va del año.

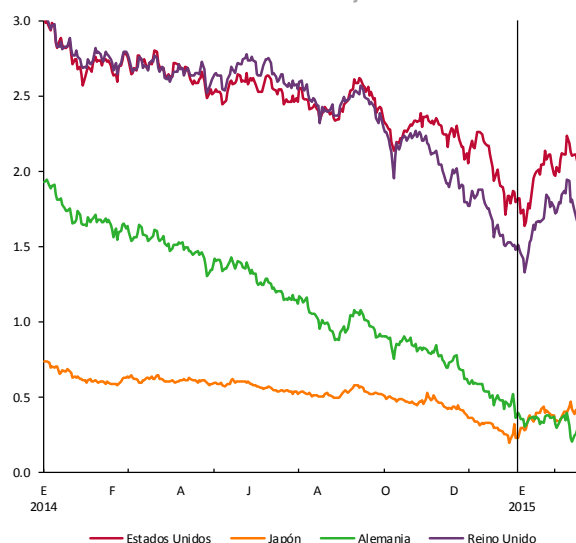
Gráfica 3
Evolución del dólar
Índice DXY* e índice ponderado por comercio
Índice (30 de junio 2014=100)



Nota: DXY es el 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%). En el índice ponderado por comercio, los principales socios comerciales son: China (21.3%), Eurozona (16.4%), Canadá (12.7%), México (11.9%), Japón (6.9%) y Reino Unido (3.35%). Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

Por otro lado, las tasas de interés de instrumentos del Tesoro de Estados Unidos aumentaron ligeramente desde finales de enero, mientras que las de los países de la Eurozona disminuyeron ante el inicio del programa de compra de bonos soberanos por parte del Banco Central Europeo. De hecho, en varios de esos países las tasas de interés alcanzaron mínimos históricos, ubicándose incluso en niveles negativos. En este entorno, las primas por plazo en la mayoría de los países desarrollados continuaron con su tendencia a la baja (Gráfica 4).

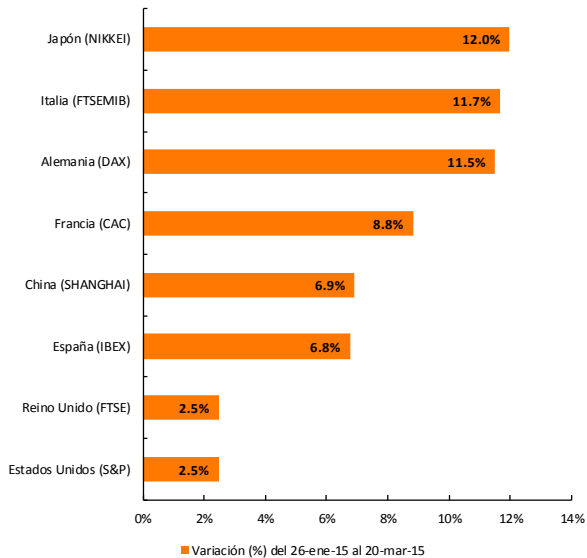
Gráfica 4
Tasas de interés de bonos soberanos de 10 años de países seleccionados
Porcentaje



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

Por su parte, los índices accionarios presentaron un comportamiento positivo, aunque con diferentes órdenes de magnitud. Sobresalió el avance de los índices de Japón y de la Eurozona que se beneficiaron de la política de relajamiento cuantitativo de sus bancos centrales. En cambio, los índices accionarios en Estados Unidos y Reino Unido tuvieron ganancias modestas, afectados por la apreciación de sus divisas y la expectativa de que la normalización de la política monetaria en sus países inicie en los próximos meses (Gráfica 5).

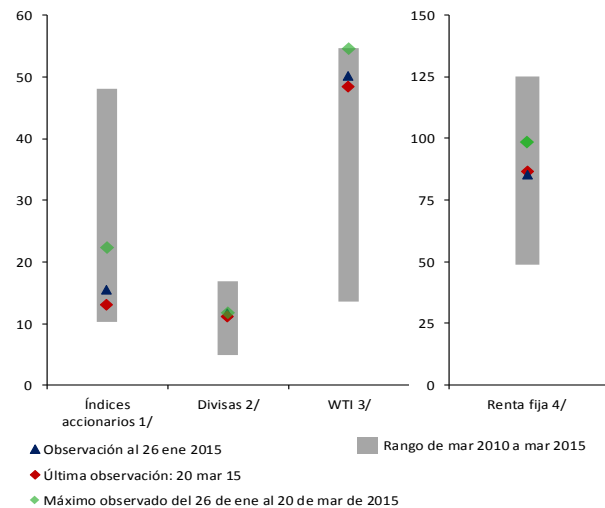
Gráfica 5
Rendimiento de mercados accionarios seleccionados
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, vale la pena resaltar que los niveles de volatilidad de los precios de varios activos financieros han empezado a incrementarse paulatinamente. La incertidumbre sobre el inicio, la velocidad y el impacto de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos es uno de los principales factores que explican este fenómeno. No obstante, las sorpresivas decisiones de política monetaria de otros bancos centrales, así como factores de riesgo geopolítico y nuevos periodos de nerviosismo asociados a la difícil situación fiscal de Grecia, también podrían ocasionar un repunte de la volatilidad en los siguientes meses (Gráfica 6).

Gráfica 6
Rango de volatilidad de activos seleccionados
 Puntos base

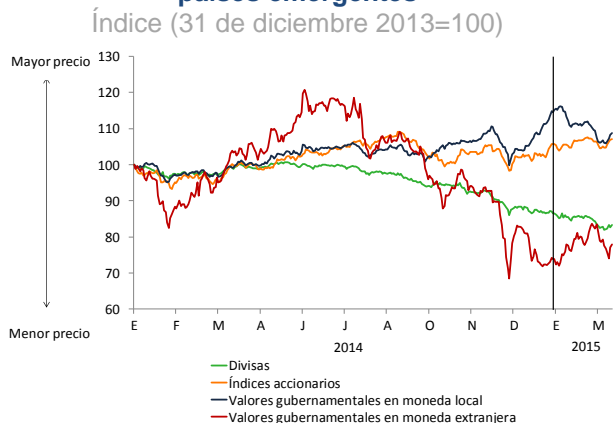


Nota: 1/ VIX ("CBOE Volatility Index"): Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el S&P500.
 2/CVIX: Volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%
 3/ Volatilidad implícita en las opciones del WTI a tres meses *at the money*.
 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.
 Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

2.2.2. Mercados emergentes

Los activos financieros de los países emergentes mostraron un desempeño negativo durante las últimas semanas, en un ambiente en el que prevalecieron niveles elevados de volatilidad (Gráfica 7). Los factores que explican en mayor medida este comportamiento fueron el buen desempeño de la economía de Estados Unidos y los ajustes en las expectativas del mercado respecto al inicio del ciclo de alza de tasas de interés por parte del Banco de la Reserva Federal.

Gráfica 7
Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes



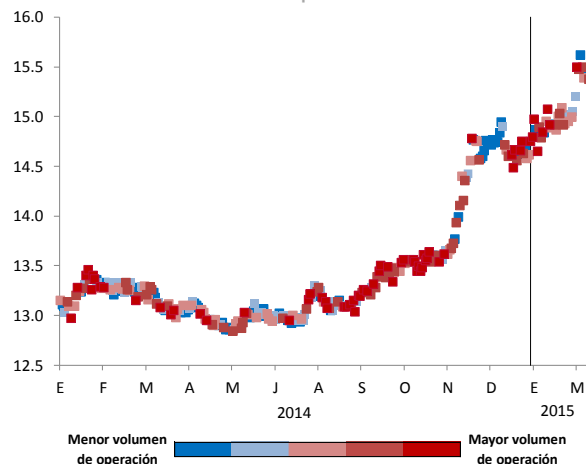
Nota: Se presentan los índices JP Morgan de mercados emergentes para medir el desempeño de las divisas y tasas de bonos gubernamentales en moneda local. En el caso de la divisas se utilizó el índice EMCI, y para las tasas de interés el índice GBIEM. Para los índices accionarios se muestra el desempeño del índice MSCI en moneda local de mercados emergentes. Para medir el desempeño de las tasas de interés de bonos corporativos en moneda extranjera se utilizó el índice CEMBI de JP Morgan. La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: JP Morgan y Bloomberg.

En este entorno, la mayoría de las divisas continuaron registrando depreciaciones importantes frente al dólar, alcanzando en varios casos niveles máximos históricos. En respuesta a este panorama, algunos bancos centrales siguieron interviniendo en sus mercados cambiarios. Por su parte, las tasas de interés de los instrumentos gubernamentales y los índices accionarios de este conjunto de países también observaron un desempeño negativo.

2.2.3. Mercados en México

En México, el mercado cambiario y de renta fija también presentaron desempeños negativos en un entorno en el que la volatilidad nuevamente repuntó. En este sentido, desde la última reunión de política monetaria a la fecha, el peso se depreció alrededor de 2%, alcanzando niveles máximos históricos durante el periodo. Si bien las condiciones de operación durante gran parte de estas semanas se mantuvieron estables, en los últimos días previos a la decisión de política monetaria del Banco de la Reserva Federal se observó un ligero deterioro en éstas. Es importante precisar que el reciente comportamiento de la divisa nacional obedeció a factores externos que han impulsado una fortaleza generalizada del dólar frente a la mayoría de las divisas de países tanto desarrollados como emergentes (Gráfica 8), a lo que se le ha añadido la abrupta caída y debilidad de los precios del petróleo.

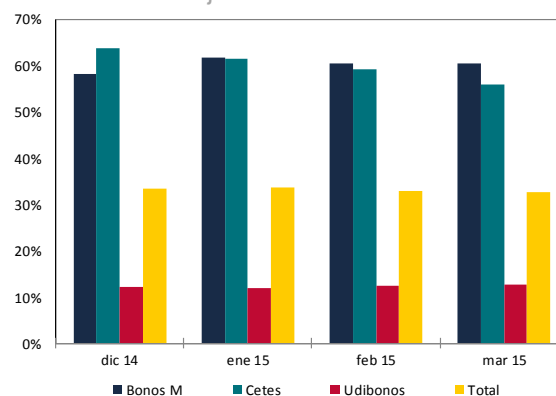
Gráfica 8
Tipo de cambio peso mexicano – dólar y volumen de operación al contado
 Pesos por dólar



Nota: El volumen de operación al contado reportado por la banca local a Banco de México se clasificó de acuerdo a percentiles de su serie histórica desde enero 2013 a la fecha (0%-20%, de 21% a 40%, 41% a 60%, 61% a 80%, y 81% a 100%). La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México y Bloomberg.

En este contexto, la posición larga en pesos de inversionistas extranjeros en instrumentos cambiarios y de renta fija de corto plazo se redujo durante las últimas semanas. En contraste, las tenencias de inversionistas extranjeros en instrumentos de mediano y largo plazo continuaron incrementándose (Gráfica 9).

Gráfica 9
Tenencia de inversionistas extranjeros en valores gubernamentales
 Porcentaje del monto total colocado

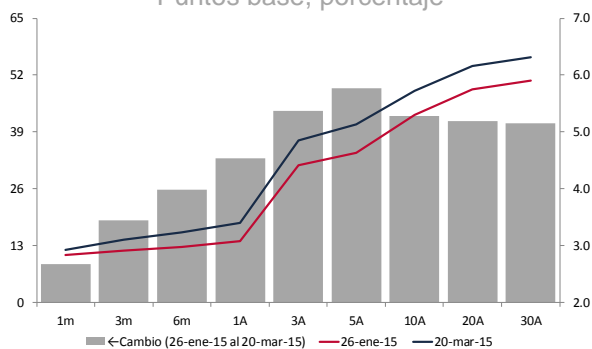


Nota: El total del monto colocado incluye Bondes D e IPAB.
 Fuente: Banco de México e Indeval.

En respuesta al entorno de mayor volatilidad, la Comisión de Cambios decidió implementar medidas adicionales para proveer de liquidez al mercado cambiario mexicano. Por ello, desde el 11 de marzo y hasta el 8 de junio de 2015 el Banco de México ofrecerá diariamente 52 millones de dólares por medio de subastas sin precio mínimo. Asimismo, se anunció que el mecanismo de subastas con precio mínimo anunciado en diciembre de 2014 permanecería vigente hasta nuevo aviso. Dicho anuncio parece haber contribuido a mejorar las condiciones de operación en el mercado de cambios.

Por su parte, en el mercado de dinero las tasas de interés registraron incrementos significativos, mostrando una alta correlación con el comportamiento observado en las tasas de los bonos del Tesoro Norteamericano (Gráfica 10).

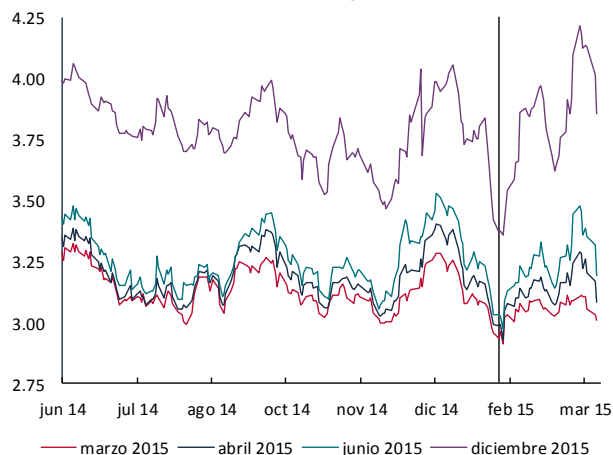
Gráfica 10
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal
 Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP.

Finalmente, las expectativas sobre el rumbo de la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos ahora anticipan que el primer incremento en la tasa de referencia por parte del Banco de México se presente durante el tercer trimestre de 2015 (Gráfica 11).

Gráfica 11
Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIEE de 28 días para las fechas de decisiones seleccionadas
 Porcentaje



Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Banco de México con información de PIP.

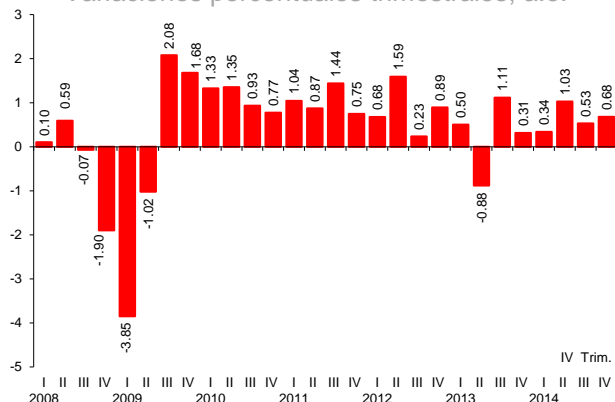
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

En el último trimestre de 2014, la economía mexicana continuó presentando una moderada recuperación (Gráfica 12). Este comportamiento fue reflejo, principalmente, de la expansión de la demanda externa. No obstante, en el primer mes de 2015 las exportaciones manufactureras mostraron una pérdida de dinamismo, posiblemente como consecuencia de los factores temporales que afectaron la actividad económica en Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, el consumo privado siguió sin exhibir una clara reactivación, aunque algunos indicadores oportunos, como los ingresos por ventas en empresas comerciales y las ventas de la ANTAD, mostraron una relativa mejoría en los primeros meses del año en curso. Por su parte, la inversión fija bruta continuó mostrando cierta recuperación en el último trimestre de 2014 y a principios de 2015.

Gráfica 12 Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a.e.



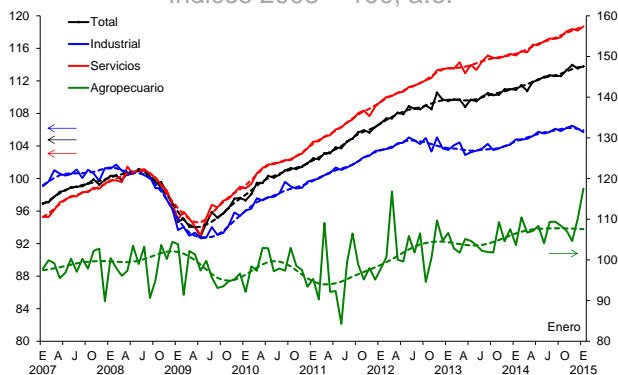
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En relación con la actividad económica por el lado de la producción, la construcción y las manufacturas continuaron presentando una tendencia positiva, si bien en enero de 2015 registraron una caída. Lo anterior, aunado a la nueva caída en la plataforma de producción petrolera, condujo a que la actividad industrial mostrara en el primer mes del año en curso un menor dinamismo respecto al observado en el trimestre previo. No obstante, este comportamiento se vio más que compensado por un crecimiento de los servicios y del sector agropecuario, de modo que el IGAE siguió exhibiendo una moderada recuperación (Gráfica 13).

Gráfica 13 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.

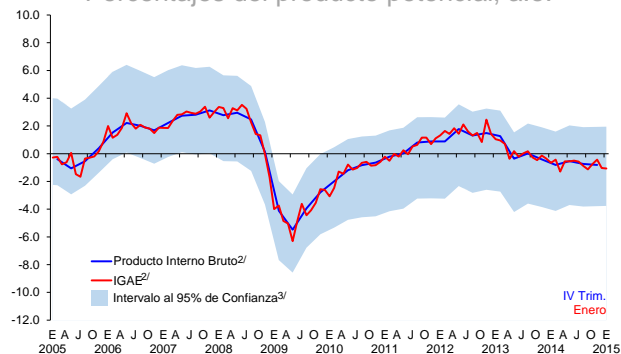
2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

A pesar de la moderada recuperación de la actividad económica en los últimos trimestres, aún persisten condiciones de holgura en la economía. En particular, dada la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana que se observó entre el segundo semestre de 2012 y principios de 2014, la brecha del producto permanece en niveles negativos (Gráfica 14).

Gráfica 14 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 cuarto trimestre de 2014; cifras del IGAE a enero de 2015.

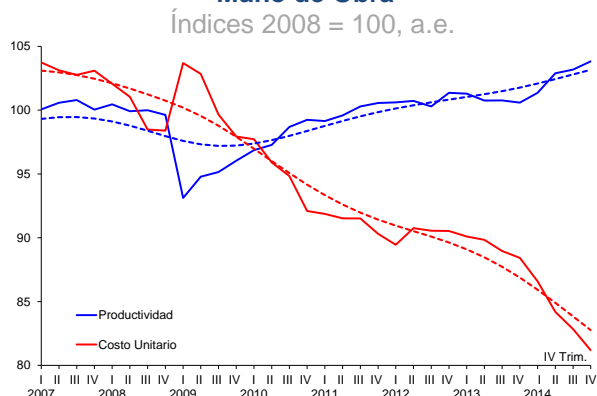
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

En el mercado laboral persisten condiciones de holgura, aunque las tasas de desocupación nacional y urbana han tenido un desempeño favorable. En este contexto, la tendencia a la baja del ingreso promedio real de la población ocupada, junto con el ligero incremento en la productividad laboral han contribuido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto permanezcan en niveles bajos (Gráfica 15).

Gráfica 15
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

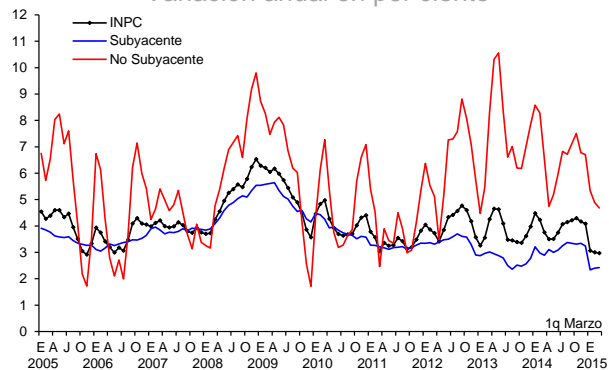
Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. IGPLE publicado por INEGI.

Al cierre de 2014, el financiamiento al sector privado no financiero moderó su ritmo de expansión respecto del trimestre previo. Posteriormente, en enero de 2015 se observó un aumento en las tasas de crecimiento del financiamiento interno a las empresas y a los hogares. En cuanto a las tasas de interés asociadas al crédito a las empresas, éstas continúan alrededor de mínimos históricos, mientras que el índice de morosidad del crédito a este segmento permaneció en niveles bajos. Por su parte, las tasas de interés y la calidad de la cartera del crédito a los hogares continúan sin mostrar movimientos significativos en el margen. Lo anterior sugiere la ausencia de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

En línea con la postura monetaria y sus demás determinantes, el desempeño de la inflación general anual durante los primeros meses del año ha sido favorable. Las tasas de crecimiento de los precios de las mercancías y de los servicios han resultado menores a las observadas en años previos, a la vez que se ha reducido la tasa de crecimiento de los precios de varios energéticos. De esta forma, la inflación general anual disminuyó de 3.08 a 2.97 por ciento entre la primera quincena de enero y la primera quincena de marzo (Gráfica 16 y Cuadro 1).

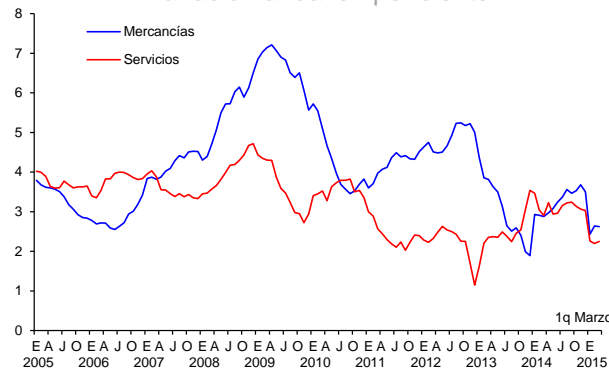
Gráfica 16
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se ha ubicado por debajo de 2.50 por ciento desde enero. En específico, la variación anual del índice de precios subyacente fue 2.43 por ciento en la primera quincena de enero y 2.42 por ciento en la primera quincena de marzo (Gráfica 16 y Cuadro 1). Al respecto, cabe señalar que, conforme a lo previsto, el efecto sobre los precios de la depreciación de la moneda nacional ha sido hasta ahora moderado y se ha concentrado en algunas mercancías no alimenticias, en particular ciertos bienes durables. Adicionalmente, la evolución reciente de la inflación sugiere que no han tenido lugar efectos de segundo orden en los precios de otros bienes y servicios, ni en los salarios. De hecho, el subíndice de precios de los servicios ha exhibido una desaceleración en su tasa de crecimiento anual (Gráfica 17).

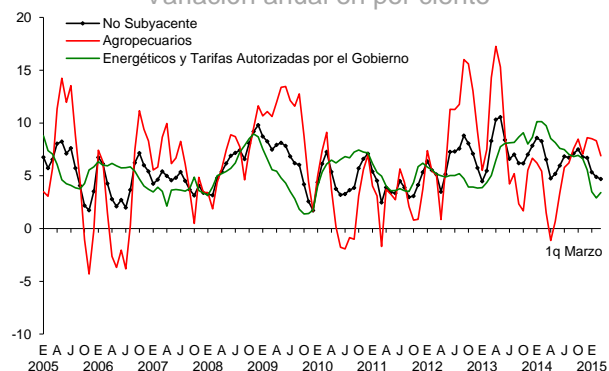
Gráfica 17
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

El índice de precios no subyacente, por su parte, ha mantenido la tendencia a la baja que comenzó a mostrar desde finales del año previo, al pasar de una tasa de variación anual de 5.12 a una de 4.69 por ciento entre la primera quincena de enero y la primera quincena de marzo, respectivamente. Este comportamiento ha estado apoyado en las menores tasas de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios, así como en los menores incrementos en los precios del gas doméstico y en las reducciones en las tarifas de electricidad (Gráfica 18 y Cuadro 1).

Gráfica 18
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) se han mantenido estables en niveles cercanos a 3.2 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario ha mostrado una

disminución. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario continúa reduciéndose, registrando niveles mínimos históricos. 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 se ubican en niveles muy cercanos a 3 por ciento. Las correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo continúan estables alrededor de 3.5 por ciento.

Tomando en cuenta que la depreciación del tipo de cambio ha tenido un efecto en línea con lo anticipado, a la par de que se han observado menores incrementos en los precios de las mercancías y de los servicios en general durante los primeros meses del año, se prevé que durante 2015 la inflación general anual continúe en niveles cercanos a 3 por ciento y que cierre el año ligeramente por debajo de ese nivel. Por su parte, la estimación para la inflación subyacente la ubica por debajo de 3 por ciento en todo 2015. Para el siguiente año, se espera que ambos indicadores se mantengan en niveles cercanos a 3 por ciento.

La previsión para la trayectoria de la inflación está sujeta a diversos riesgos. Al alza, destaca la posibilidad de que el tipo de cambio registre una nueva depreciación y/o que se presenten otros choques de oferta. A la baja, prevalece la posibilidad de un dinamismo menor al previsto para la actividad económica, así como disminuciones adicionales en los precios de los servicios de telecomunicaciones y/o energéticos.

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

Concepto	Diciembre 2014	Enero 1q 2015	Marzo 1q 2015
INPC	4.08	3.08	2.97
Subyacente	3.24	2.43	2.42
Mercancías	3.50	2.48	2.63
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.31	3.62	3.04
Mercancías no Alimenticias	2.04	1.54	2.28
Servicios	3.03	2.38	2.25
Vivienda	2.14	2.15	2.06
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.20	4.41
Otros Servicios	3.60	2.08	1.81
No Subyacente	6.70	5.12	4.69
Agropecuarios	8.61	7.63	6.90
Frutas y Verduras	0.10	-2.57	-4.21
Pecuarios	14.03	13.82	13.45
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	5.55	3.65	3.40
Energéticos	6.43	4.44	3.91
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.88	2.15	2.45

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 seguido presentando un comportamiento débil, si bien la disminución en los precios internacionales del petróleo podría apoyar el crecimiento global. También mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación mundial se mantiene sin cambios respecto de la decisión anterior. En cuanto a la evolución de la economía mexicana, la mayoría señaló que ésta ha tenido un desempeño relativamente débil y considera que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía y que no se anticipan presiones generalizadas y sostenidas sobre la inflación provenientes de la demanda agregada. En cuanto a la evolución de la inflación, la mayoría coincidió en que ésta ha sido favorable y refrendó la previsión de que la inflación general se mantendrá cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y que cerrará el año ligeramente por debajo del mismo nivel. En resumen, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantuvo sin cambios respecto a la decisión de política monetaria anterior.

La mayoría de los miembros opinó que la actividad económica mundial ha seguido mostrando un comportamiento débil, si bien con cierta mejoría a raíz de la disminución en los precios del petróleo. Un miembro añadió que las medidas de estímulo monetario implementadas por algunos bancos centrales también han contribuido a dicha mejoría. Algunos miembros mencionaron que se espera un fortalecimiento gradual del crecimiento global a lo largo de este año. Otros expresaron que las economías avanzadas atraviesan por distintas fases del ciclo económico, a lo cual uno añadió que considera que la recuperación de estas economías aún está lejos de ser sólida. Sin embargo, la mayoría de los miembros concordó que el efecto de la caída de los precios del petróleo podría ser particularmente positivo para la actividad de los países industrializados. Por su parte, uno de ellos consideró que existe un conjunto de factores estructurales que podría estar complicando el crecimiento mundial. Entre estos destacan la posibilidad de una falta inherente de demanda

agregada derivada del problema conocido como de estagnación secular, una posible desaceleración del ritmo de innovación tecnológica y, por lo tanto, de la productividad, en combinación con que aquellas tecnologías que sí se están desarrollando tienden a ser muy intensivas en el uso de capital y no en el de trabajo, un problema de sobreendeudamiento en algunas economías avanzadas y un importante choque en los términos de intercambio de ciertas economías emergentes cuyo modelo de crecimiento se ha basado en la exportación de materias primas.

Algunos miembros señalaron que esta situación de bajo crecimiento económico y menores precios del petróleo y otras materias primas ha contribuido a un entorno de baja inflación global e, incluso, de riesgos de deflación en países avanzados. Otro miembro agregó que si bien en semanas recientes se observó cierta estabilización en los precios del petróleo, no se descartan reducciones adicionales a la luz de la elevada acumulación de inventarios.

La mayoría de los miembros destacó que la actividad económica en Estados Unidos continúa mostrando cierta expansión, si bien todos apuntaron que ésta se moderó en los primeros meses del año como reflejo, principalmente, de factores transitorios y de la apreciación generalizada del dólar, que ha afectado las exportaciones en ese país. Un miembro añadió que ha habido claroscuros respecto al desempeño de la actividad económica en Estados Unidos, en donde algunos factores detrás de la desaceleración podrían ser temporales, pero otros podrían estar reflejando elementos más fundamentales. Otro miembro apuntó que es de esperarse que la economía repunte a partir del segundo trimestre de 2015 al desvanecerse los factores transitorios que la afectaron en el primero, en tanto que otro más añadió que el consenso de los analistas prevé que en los próximos dos años la economía estadounidense muestre tasas de crecimiento superiores a lo observado en 2014, y que la expansión observada en lo que va de 2015 se mantuvo impulsada por la demanda interna, principalmente por el consumo privado que, a su vez, se vio beneficiado por los menores precios de las gasolinas. En contraste, un integrante aclaró que hay estimaciones que indican que el efecto neto de la caída en los precios del petróleo sobre la actividad no sería necesariamente positivo sino neutral, principalmente debido a que está disminuyendo la inversión en el sector energético y se han cerrado un número importante de pozos petroleros. Respecto a la evolución del mercado

laboral, la mayoría indicó que éste continúa recuperándose, aunque todavía no se observan presiones salariales. Por su parte, la mayoría mencionó que la inflación se mantiene en un nivel muy por debajo del objetivo de la Reserva Federal, si bien las expectativas apuntan a que paulatinamente retomará una tendencia de alza gradual hacia el objetivo referido.

Respecto a la política monetaria en ese país, la mayoría recalcó que en su más reciente reunión el Comité Federal de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal reiteró que sus acciones futuras de política monetaria dependerán de la evolución de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación. Uno de ellos destacó que en su último comunicado de política monetaria, este banco central eliminó el término “paciente”, calificativo que aplicaba a la actitud de dicho comité con respecto a su disposición de ajustar su postura de política. La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno apuntó que la información proporcionada en dicho comunicado, junto con la disminución en las proyecciones de los miembros del comité respecto al crecimiento económico y la inflación sugieren que el ciclo de normalización de la política monetaria será más gradual de lo que se había anticipado. Adicionalmente, uno de ellos subrayó que a esta situación se suma la preocupación que pudiera tener la Reserva Federal de que sus propias acciones pongan en riesgo la recuperación económica en ese país. La mayoría sostuvo que persiste incertidumbre respecto a la fecha en la que la Reserva Federal comience a incrementar su tasa de referencia y, en su caso, al ritmo al que llevará a cabo los incrementos subsecuentes, por lo que no puede excluirse una sorpresa en los mercados respecto a la puesta en marcha de la normalización. Finalmente, algunos agregaron que es poco probable que el inicio de dicho ajuste ocurriera en abril, como lo mencionó la propia Reserva Federal, si bien el consenso de los analistas sí apunta a que se dará en algún momento de 2015, inclinándose las proyecciones más hacia septiembre de este año.

La mayoría de los miembros de la Junta mencionó que la actividad económica en la zona del euro ha mejorado en el margen, aunque a partir de una situación muy débil, apoyada en parte por los menores precios del petróleo y por las medidas de relajamiento monetario cuantitativo implementadas recientemente por el Banco Central Europeo, que inició su compra masiva de títulos de deuda en marzo. Uno de ellos señaló que se espera una gradual mejoría durante 2015 y 2016, no obstante,

la mayoría recalcó que persiste un alto grado de preocupación por la posibilidad de entrar en un ciclo deflacionario y que hay posibilidades de que la crisis en Grecia y otros fenómenos geopolíticos pudieran tener una incidencia particular en Europa. Finalmente, algunos enfatizaron que una recuperación sostenida difícilmente se puede lograr principalmente a través de la política monetaria, por lo que para ello es necesario realizar reformas estructurales en la zona.

Sobre las economías emergentes, la mayoría de los miembros destacó que se han presentado revisiones a la baja para las perspectivas de crecimiento. Un miembro consideró que esto refleja la desaceleración, y en algunos casos la contracción, de varias de las principales economías del grupo, destacando el caso de China, ya que la información reciente apunta a un debilitamiento de la actividad económica mayor al anticipado en dicho país. A lo anterior, uno de ellos agregó que algunos países emergentes emblemáticos están teniendo problemas importantes de crecimiento, debido en parte a dificultades derivadas de políticas demasiado expansionistas en el pasado y, también por temas estructurales, entre ellos, su dependencia de exportaciones de materias primas, las cuales son susceptibles a choques de los términos de intercambio. La mayoría de los miembros consideró que prevalece el riesgo de que la reciente desaceleración en los países emergentes se intensifique ante la posibilidad de que las condiciones en los mercados financieros se tornen más astringentes.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que el balance de riesgos para el crecimiento mundial y el correspondiente a la inflación se mantuvieron sin cambios con respecto a la decisión de política monetaria pasada, aunque un miembro mencionó que existen importantes riesgos a la baja para la actividad económica global.

Respecto a los mercados financieros internacionales, todos los miembros concordaron que se presentó un incremento en la volatilidad en estos mercados en respuesta, principalmente, a la expectativa del apretamiento de la política monetaria en Estados Unidos en algún momento de este año, en combinación con una postura más laxa en la zona del euro y en Japón. Por su parte, un miembro agregó que la situación de Grecia, la caída de los precios del petróleo y los conflictos de naturaleza geopolítica en varias regiones también abonaron a incrementar la referida volatilidad. La mayoría puntualizó que lo anterior se manifestó en

depreciaciones adicionales generalizadas de la mayoría de las monedas frente al dólar estadounidense y una tendencia al alza en las tasas de interés de largo plazo en las economías emergentes. Respecto a este tema un miembro destacó que también se observaron moderadas salidas de capital de estas economías y que, en contraste, se han reducido aún más las tasas de interés de bonos soberanos de los países europeos, alcanzando en varios de ellos niveles muy cercanos a cero o incluso negativos como resultado del programa de expansión monetaria en la zona del euro. La mayoría reconoció que estos ajustes se moderaron después del más reciente anuncio de política monetaria de la Reserva Federal, sin embargo afirmó que sigue latente el riesgo de cambios abruptos en el sentimiento de los mercados, por lo que no puede descartarse un nuevo incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ante ello, algunos miembros enfatizaron la importancia de que las economías emergentes estén preparadas para hacer frente tanto a nuevos episodios de volatilidad, como a un escenario hacia adelante donde es probable que el financiamiento sea más restringido y a tasas más altas.

Todos los integrantes de la Junta destacaron que la actividad económica en México ha mostrado un crecimiento un tanto débil durante el inicio de 2015. La mayoría puntualizó que este crecimiento fue menor a lo que se anticipaba previamente y añadió que ello obedeció en parte a que las exportaciones registraron un menor dinamismo al inicio del año, principalmente como resultado de que factores climáticos y conflictos laborales en algunos puertos de ese país afectaron el ritmo de crecimiento de la actividad manufacturera en Estados Unidos. Con respecto a la demanda interna, la mayoría apuntó que algunos de los indicadores más relevantes relacionados con el consumo continúan mostrando poco vigor. En particular, algunos miembros notaron que la masa salarial real ha continuado disminuyendo y que la confianza del consumidor aún permanece en niveles bajos. No obstante, un miembro aclaró que el empleo formal continuó expandiéndose y la tasa de desocupación ha disminuido. Además, algunos integrantes mencionaron que las ventas al menudeo y las ventas de vehículos ligeros sugieren cierta mejoría en el consumo privado en el presente año. Por su parte, la mayoría de la Junta coincidió que la inversión sigue mostrando una recuperación moderada. En particular, uno de ellos indicó que lo anterior es reflejo, entre otros factores, del bajo dinamismo de las importaciones de bienes de

capital en los primeros meses del año. Por el lado de la oferta, la mayoría destacó el menor crecimiento de la producción industrial como reflejo de la reducción en la plataforma de producción de petróleo, al tiempo que algunos miembros también señalaron que la construcción continúa débil.

La mayoría de los miembros coincidió en que prevalecen condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en general, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Un integrante añadió que el crecimiento de los salarios ha sido acorde con la evolución de la economía y destacó que los incrementos del salario base de cotización del IMSS revirtieron la tendencia al alza que habían mostrado. Hacia adelante, la mayoría coincidió en que es de esperar que la brecha del producto continúe en terreno negativo durante el resto del año en curso y buena parte del próximo. Uno de ellos advirtió que la persistencia en la holgura y el bajo crecimiento puede afectar el crecimiento potencial de la economía y recalcó que para la conducción de la política monetaria es relevante conocer si la actual debilidad de la economía obedece a un menor crecimiento del PIB potencial o si es un fenómeno cíclico. Respecto a la holgura en el mercado laboral, mencionó que su lectura es complicada puesto que la tasa de informalidad sigue siendo elevada e incluso algunos indicadores sugieren que los empleos que se han venido generando son de menor remuneración en comparación con los que se destruyeron durante la crisis. En este contexto, destacó la retroalimentación negativa entre informalidad, baja productividad y bajo crecimiento económico. Asimismo, comentó que hay dos elementos principales que se complementan y que explican el problema de la informalidad. Uno hace referencia a distorsiones exógenas al mercado laboral, como la existencia de estructuras de mercado no competitivas en algunos sectores, mientras que el otro sugiere razones endógenas que tienen que ver con el elevado precio relativo de incorporarse a la formalidad. Finalmente, mencionó que se han hecho reformas importantes para incrementar la formalidad, pero apuntó que todavía hay un camino largo por recorrer en esta materia, principalmente a través de políticas que modifiquen los precios relativos, encareciendo la entrada a la informalidad y generando incentivos para una mayor educación y capacitación, así como para la adopción de mejores tecnologías.

Algunos integrantes de la Junta destacaron que la expectativa para la actividad económica en México

es que presente una gradual mejoría en los próximos meses. Uno de ellos añadió que la trayectoria esperada de la economía estadounidense a lo largo de 2015 y la depreciación del peso podrían apoyar al sector exportador. Además, agregó que la expansión del empleo, una mayor confianza de consumidores y empresas, y el incremento de las remesas de trabajadores en el exterior, entre otros factores, podrían incidir favorablemente en el consumo y la inversión privados. Sin embargo, también advirtió que el crecimiento del PIB durante el año posiblemente se ubicará en el segmento inferior del rango publicado en el último informe trimestral del Banco de México.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado. Al respecto, algunos integrantes mencionaron que no se pueden descartar disminuciones adicionales en la producción de petróleo y que persiste la incertidumbre sobre las implicaciones de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. Uno de ellos agregó que si continúa la trayectoria descendente de la masa salarial real en 2015 se afectaría la recuperación del consumo privado y que los esfuerzos de consolidación fiscal podrían repercutir sobre la demanda interna de manera más acentuada de lo previsto. Adicionalmente, destacó que los conflictos sociales en algunas regiones del país y la inseguridad podrían incidir en el ritmo de crecimiento del PIB. Por su parte, otro integrante advirtió que desde una perspectiva de largo plazo se está observando un cambio en los precios relativos dentro de la industria manufacturera en Estados Unidos hacia los bienes y servicios con mayor valor agregado frente a aquellos con uno menor que son, en general, los bienes más intensivos en trabajo, como la mayoría de los que produce México. Añadió que estos cambios en los procesos manufactureros pueden tener importantes repercusiones en la sincronización de los ciclos económicos de México y Estados Unidos. Finalmente, como otro riesgo de baja frecuencia, subrayó que la economía mexicana presenta una baja productividad factorial total desde hace por lo menos un par de décadas.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que la evolución de la inflación durante 2015 ha sido favorable. Adicionalmente, puntualizó que ésta ha tenido un comportamiento incluso mejor al previsto, a lo cual un miembro añadió que durante el período señalado se alcanzó la meta de 3 por ciento por primera vez desde mayo de 2006. La mayoría consideró que dicho resultado obedece a

descensos tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente, si bien un miembro señaló que esto ha sido resultado, principalmente, de la evolución de la inflación no subyacente, ya que la subyacente ha seguido un comportamiento más cercano a lo anticipado aunque por debajo de éste. En particular, algunos miembros consideraron que choques positivos de oferta, como los asociados a los precios de las telecomunicaciones y los energéticos, han favorecido la reducción de la inflación. Otro miembro señaló que dichos choques reflejan los efectos positivos de algunas reformas estructurales. Agregó que la inflación ha presentado niveles bajos debido también a la holgura que prevalece en la economía. Otro miembro añadió que al desempeño favorable de la inflación también ha contribuido el efecto base de comparación al no haberse repetido los aumentos de impuestos del año pasado. Finalmente, un integrante añadió que la evolución favorable de la inflación le proporciona espacio a la autoridad monetaria para acomodar algunos de los choques que podría enfrentar hacia adelante.

La mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno señaló que hasta ahora el efecto de la depreciación de la moneda nacional sobre los precios ha sido conforme a lo previsto, reflejándose fundamentalmente en los precios de los bienes comerciables sin haberse generado efectos de segundo orden. Un miembro enfatizó que esta circunstancia podría continuar hacia adelante. En línea con lo anterior, la mayoría de los miembros coincidió en que las expectativas de inflación para el cierre de 2015 han disminuido, mientras que aquéllas para horizontes de mediano y largo plazo permanecen ancladas. Algunos destacaron que las expectativas para el cierre de 2015 provenientes de encuestas han prácticamente convergido al objetivo de 3 por ciento. Uno de ellos indicó que la consolidación de los avances alcanzados en el control de la inflación es fundamental para reducir las expectativas inflacionarias. No obstante, otros apuntaron que las correspondientes al mediano y largo plazos provenientes de encuestas entre analistas se mantienen por arriba de dicho objetivo, ubicándose alrededor de 3.5 por ciento. Por su parte, algunos integrantes señalaron que las expectativas implícitas en los instrumentos de mercado de largo plazo son las más relevantes y que éstas han continuado disminuyendo de manera importante situándose muy cercanas al 3 por ciento. Adicionalmente, un integrante de la Junta de Gobierno puntualizó que bajo el supuesto de mercados completos y un modelo de optimización intertemporal del consumo, el grado de co-variación

del consumo y las expectativas de inflación debería ser nulo. Señaló que en una situación donde los mercados son incompletos, esta covarianza es positiva y, bajo ciertos supuestos, es posible demostrar que es proporcional a las primas de riesgo inflacionario. En este contexto, comentó que dicha covarianza cambia en la misma dirección que las expectativas de inflación, por lo que ello puede dar lugar a las reducidas primas de riesgo inflacionario que se han venido observando derivadas de información de mercado.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno ratificó su previsión de que la inflación general anual se mantendrá cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y de que cerrará el año ligeramente por debajo de dicho nivel. Respecto a la inflación subyacente, refrendó su perspectiva de que continuará por debajo de 3 por ciento durante todo 2015. Para 2016, la mayoría estima que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en niveles cercanos a 3 por ciento. Algunos integrantes advirtieron que es de esperarse cierto repunte de la inflación en los próximos meses, conforme los precios de frutas y verduras regresen a una trayectoria más acorde con su comportamiento de largo plazo, la depreciación del tipo de cambio incida sobre los precios internos, y el anticipado incremento del precio del petróleo se refleje en las cotizaciones de la gasolina en la frontera.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno estimó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambios respecto a la decisión de política monetaria anterior. Si bien un integrante consideró que en el margen éste ha presentado una mejoría, sobre todo porque la inflación se ha comportado de manera más favorable que lo previsto, algunos miembros opinaron que dicho balance se encuentra sesgado al alza. En lo referente a los riesgos al alza, la mayoría de los integrantes destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional registre episodios de depreciación adicionales, a lo cual un miembro alertó sobre la posibilidad de que lo anterior pudiera traducirse en presiones generalizadas sobre los precios. Otro integrante enfatizó que éste constituye el mayor riesgo para la inflación, sobre todo a la luz de la trayectoria esperada de las tasas de interés en Estados Unidos y ante la anticipada ausencia de presiones de demanda sobre los precios a lo largo del año en México. La mayoría de los miembros destacó también la posibilidad de que se susciten otros choques de oferta, si bien uno de ellos apuntó que

el impacto de este tipo de choques es generalmente de corto plazo y no suele dar lugar a efectos de segundo orden. Adicionalmente, un miembro mencionó el hecho de que los choques positivos que han contribuido a la baja de la inflación son de carácter transitorio y el que la recuperación de la actividad económica pueda generar presiones de demanda. Enfatizó que en su conjunto, los riesgos al alza señalados son especialmente importantes si se tiene en cuenta que las expectativas de inflación para el próximo año y los subsecuentes se mantienen por arriba del objetivo. Entre los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría de los miembros resaltó la posibilidad de que la actividad económica en el país tenga un dinamismo menor, así como nuevas disminuciones en los precios de los servicios de telecomunicación y/o de los energéticos.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que ante la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés en México se han visto afectados. Respecto al tipo de cambio, la mayoría comentó que el peso ha registrado una depreciación significativa frente al dólar y coincidió en que las medidas implementadas por la Comisión de Cambios han contribuido a preservar un funcionamiento ordenado del mercado cambiario. Por su parte, un miembro explicó que los choques que ha experimentado la economía mexicana deben conducir a una depreciación del tipo de cambio real. Así, para acomodar dicha depreciación, el tipo de cambio nominal pudo haber experimentado una sobre-reacción debido a que, ante ciertas rigideces o fricciones en la economía, la inflación de bienes comerciables tarda en aumentar respecto a la de bienes no comerciables. No obstante, a medida que la inflación de bienes comerciables (respecto a la de los bienes no comerciables) se acelere el sobreajuste en el tipo de cambio nominal tiende a disminuir. En cuanto a las tasas de interés, la mayoría señaló que las correspondientes a todos los plazos han mostrado una tendencia a la alza. Uno de ellos agregó que también han aumentado los diferenciales de rendimiento respecto a Estados Unidos, si bien otro externó que el desplazamiento de la curva de rendimientos ha sido ordenado y sin salidas de capitales. Algunos enfatizaron que la tenencia de valores gubernamentales en manos de no residentes ha permanecido estable. En contraste, la mayoría de los miembros advirtió que, ante la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, no pueden descartarse nuevos incrementos en la volatilidad de

los mercados financieros internacionales que pudieran afectar la cotización del peso y otras variables financieras en México. Un miembro alertó que existe la posibilidad de que el riesgo de mayor turbulencia se materialice incluso antes de que aumenten las tasas en Estados Unidos y que se afecte la estabilidad financiera. Finalmente, otro miembro explicó que debido a ciertos problemas de agencia puede observarse un comportamiento de manada entre los inversionistas institucionales del exterior que también contribuya a que economías emergentes, como la mexicana, experimenten una mayor volatilidad en los flujos de capital, con sus consecuentes repercusiones sobre el tipo de cambio y las tasas de interés.

Ante el entorno externo complejo, algunos miembros externaron la necesidad de fortalecer los fundamentos macroeconómicos y resaltaron la relevancia de las medidas fiscales recientemente implementadas. Uno de ellos destacó la importancia del ajuste fiscal reciente orientado a estabilizar el crecimiento de la razón deuda a PIB. Asimismo, explicó que dicho ajuste manda una señal sobre menores necesidades de financiamiento, ayuda a acomodar la depreciación del tipo de cambio real, al reducir incrementos sobre los precios de bienes no comerciables, y libera presiones sobre las tasas de interés. En efecto, una disminución persistente en el precio del petróleo implica menores posibilidades de expansión de la demanda agregada, si no se quiere elevar el déficit fiscal, lo que podría ser muy arriesgado bajo las condiciones actuales en los mercados financieros internacionales. Otro miembro advirtió sobre la necesidad de promover las fuentes internas de crecimiento, lo cual requiere de una correcta implementación de las reformas estructurales recientemente aprobadas, y del fortalecimiento de acciones en otras áreas, entre las que destacan las referentes al estado de derecho y al combate a la inseguridad.

Respecto a la postura de política monetaria, la mayoría de los miembros coincidió en la importancia de consolidar la convergencia de la inflación a su meta permanente de 3 por ciento. Uno destacó que la postura monetaria vigente es conducente a lograr dicha convergencia, mientras que otro subrayó la importancia de aprovechar la oportunidad para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento a la luz de su reciente evolución favorable y del tiempo que transcurrió para alcanzarlo. Algunos de los miembros enfatizaron la compleja coyuntura por la que atraviesa la economía. Por un lado, las

circunstancias cíclicas de la economía nacional reflejan que ésta aún opera bajo condiciones de holgura en sus diversos mercados y que incluso recientemente se ha debilitado. Por otro, la postura relativa de política monetaria de México respecto a Estados Unidos podría tener un efecto sobre el comportamiento del tipo de cambio y, este a su vez, sobre la inflación y sus expectativas.

Por su parte, siguiendo con esta discusión, otro de los miembros consideró que la postura relativa de la política monetaria se ha relajado ante las perspectivas de apretamiento en Estados Unidos y que la significativa depreciación del peso es reflejo de ello. Asimismo señaló que es importante enviar al mercado la señal de que próximamente será necesario restringir la postura monetaria, que se tratará del inicio de un ciclo alcista de la tasa de interés que permita el ajuste de las condiciones monetarias holgadas y que será recomendable adelantarse a la decisión del Banco de la Reserva de Estados Unidos con el fin de consolidar la baja de la inflación y proteger la estabilidad financiera en México.

En relación a la discusión de la compleja coyuntura actual, uno señaló que ante la posibilidad de mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales, el Banco de México debe estar preparado para modificar la postura de política monetaria, incluyendo la posibilidad de acciones previas a que las tasas de interés estadounidenses se ajusten a la alza, en la medida que sea necesario. Adicionalmente señaló que los detonantes de lo anterior serían, primero, que los ajustes en la valuación del peso dieran lugar a presiones inflacionarias que pusieran en riesgo los avances logrados en esta materia, y/o segundo, que el incremento esperado u observado en las tasas de interés estadounidenses generara el riesgo de movimientos desordenados de la paridad del peso, que pudieran detonar a su vez, ventas de bonos nacionales en los mercados secundarios, que acentuaran aún más la depreciación del tipo de cambio y provocaran ajustes bruscos de las tasas de interés internas. Además de comprometer la estabilidad financiera, movimientos de esta índole darían lugar a riesgos para la inflación. En este sentido, uno de los miembros destacó que a pesar de que existe el consenso de que es posible aislar las posturas monetarias de economías pequeñas, abiertas y emergentes, como la de México, a través de un tipo de cambio flexible, dado el tamaño de los flujos de capital y su volatilidad, resulta difícil hacerlo únicamente a través de dicho régimen cambiario. Ante ello, mecanismos como la provisión

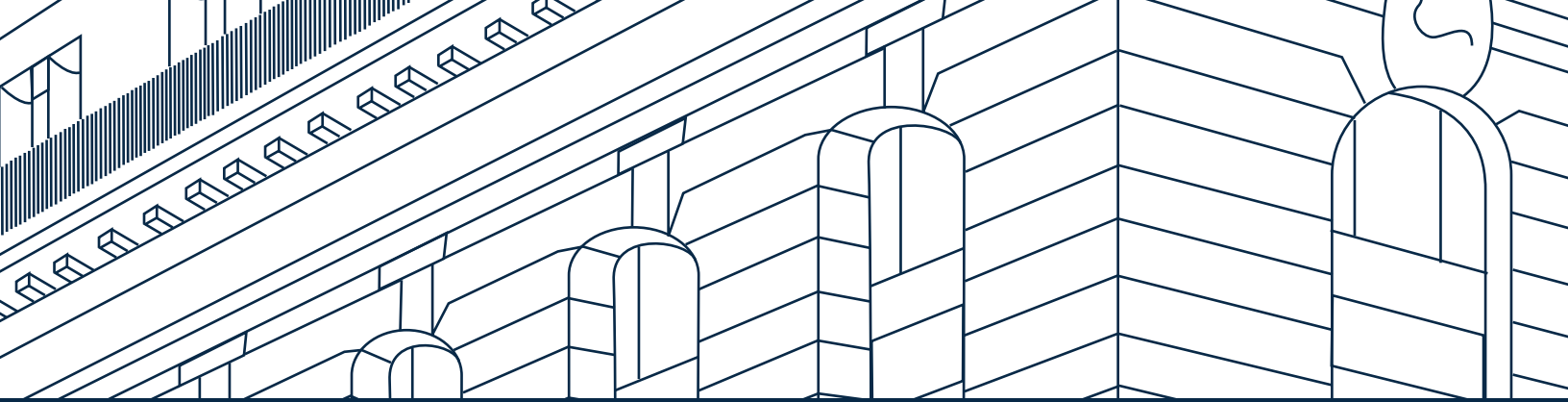
de liquidez son apropiados para garantizar que los mercados financieros funcionen adecuadamente y puedan intermediar los choques que se enfrentan. A lo anterior, el mismo miembro y otro agregaron que a pesar de lo discutido, dadas las condiciones que enfrenta actualmente la política monetaria en donde se observa una inflación bien comportada, expectativas de la misma bien ancladas, un alza ordenada en la curva de rendimientos y un ciclo económico muy débil, no se ganaría mucho con adelantarse a las acciones de política monetaria en Estados Unidos y que, incluso, podría ser un error ante la posición cíclica de la economía nacional. Adicionalmente, señalaron que existe un elevado grado de incertidumbre respecto de la fecha de la implementación del retiro del estímulo monetario en dicho país.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

Actualmente, las condiciones cíclicas de la economía muestran debilidad, la inflación observada es inferior al objetivo y las expectativas de inflación se encuentran ancladas. Por otro lado, al estar la economía mexicana altamente integrada a la global, en particular a la de Estados Unidos, las acciones de política monetaria de ese país podrían tener repercusiones sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, por ello, sobre la dinámica de los precios en México. Por tanto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, pero particularmente a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como al desempeño del tipo de cambio. También le dará seguimiento a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en 2015 y consolidarla.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 9 de abril de 2015

