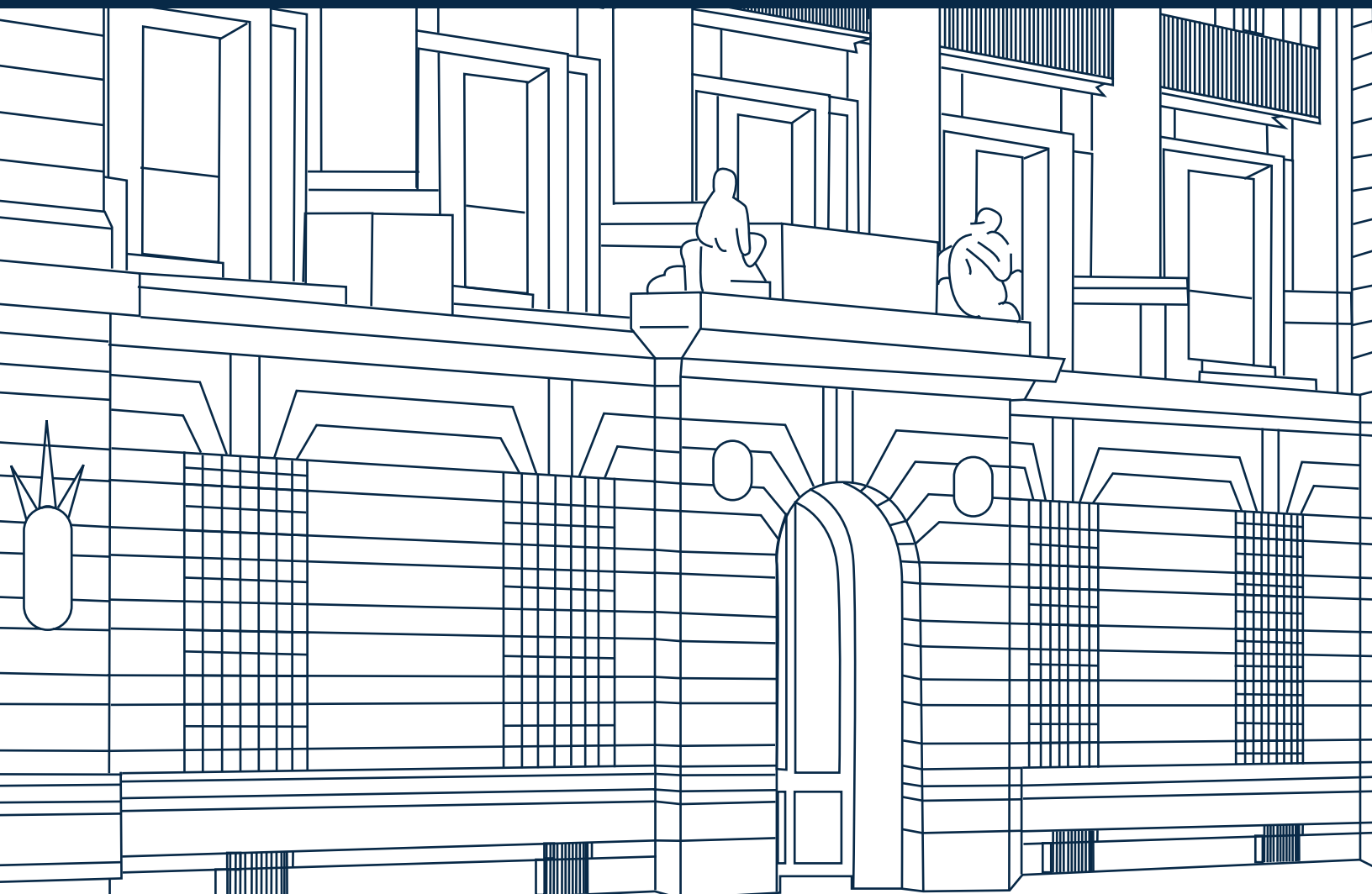


BANCO DE MÉXICO

Minuta número 33

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 29 de enero 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: 29 de enero de 2015.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. 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

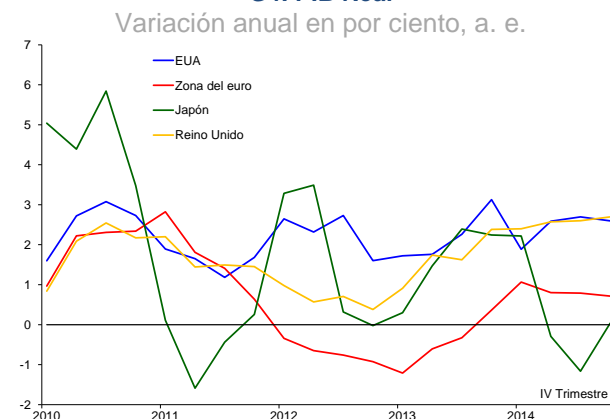
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

En los últimos meses, el entorno económico mundial se ha visto afectado por dos choques: una caída significativa en los precios del petróleo y una apreciación generalizada del dólar, ante la divergencia en el ritmo de crecimiento económico y en las posturas de política monetaria de las principales economías avanzadas. Por una parte, en Estados Unidos la recuperación económica se ha venido consolidando. Por otra, la zona del euro y Japón continúan mostrando señales de debilidad

(Gráfica 1). En este contexto, tuvo lugar un aumento significativo en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo cual ha acentuado las vulnerabilidades de algunas economías emergentes.

Gráfica 1
G4: PIB Real



Nota: Para el 4to trimestre de 2014 se reporta el pronóstico promedio de un grupo representativo de corredurías, con excepción de Reino Unido. a. e. / Cifras con ajuste estacional. Fuente: Haver Analytics.

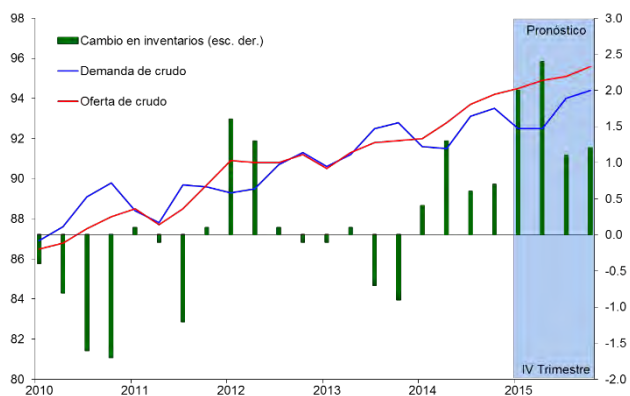
Con respecto a la actividad económica en Estados Unidos, su crecimiento continuó siendo impulsado por la expansión del consumo privado, el cual a su vez se ha visto apoyado por los menores precios de la energía. Por su parte, la producción industrial siguió expandiéndose a tasas elevadas, en particular la manufacturera. En este contexto, la tasa de desempleo en ese país siguió mostrando una tendencia decreciente, alcanzando 5.6 por ciento en diciembre. Esto último en ausencia de presiones al alza sobre los salarios.

En la zona del euro, el crecimiento económico se mantuvo débil durante el cuarto trimestre, ante la persistente atonía de la inversión privada y los ajustes en los balances de los sectores públicos y privados. Por su parte, en Japón, la información disponible sugiere un crecimiento moderado en el mismo periodo, luego de dos trimestres consecutivos presentando caídas. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas de crecimiento se han revisado en general a la baja, aunque de manera diferenciada entre países y regiones, debido a la continua debilidad en la demanda interna y a la caída en los precios de las materias primas.

Por lo que se refiere a los precios del petróleo, la disminución que han registrado desde mediados de 2014 ha sido reflejo, en parte, de la mayor producción en Estados Unidos, Iraq y Libia y de una

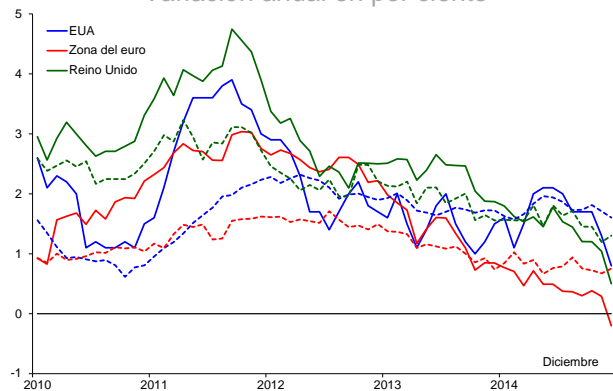
revisión a la baja en los estimados de demanda mundial (Gráfica 2). Sin embargo, ésta caída se intensificó en el cuarto trimestre de 2014 a partir de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de no recortar su producción.

Gráfica 2
Oferta y Demanda de Petróleo Mundial ^{1/}
Millones de barriles diarios



En este contexto de menores precios de la energía, la inflación en las principales economías avanzadas disminuyó hacia finales de 2014, y se ubicó muy por debajo de las metas de sus bancos centrales. Así, en diciembre pasado, la inflación general alcanzó 0.8 por ciento a tasa anual en Estados Unidos. En la zona del euro, la inflación general registró la primera lectura negativa en cinco años (-0.2 por ciento). Esto, aunado a la disminución en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, ha intensificado los riesgos de deflación en la región (Gráfica 3).

Gráfica 3
Economías Avanzadas: Inflación General y Subyacente
Variación anual en por ciento



Nota: La línea sólida se refiere a la inflación general y la punteada a la subyacente.

Fuente: BLS, Eurostat, Haver Analytics.

La divergencia en el crecimiento económico entre las principales economías avanzadas se ha reflejado en una mayor diferenciación en sus posturas de política monetaria. Por una parte, en un contexto de una recuperación económica sólida y de una mejoría mayor a la esperada del mercado laboral, la Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reciente reunión de enero reiteró sus planes para continuar normalizando su postura de política monetaria en 2015. Adicionalmente, siguió caracterizando la caída en la inflación, motivada por la baja en los precios de los combustibles, como transitoria, pero advirtió que la inflación seguirá disminuyendo en el corto plazo y que regresará gradualmente a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. En este sentido, mantuvo su guía futura de tasa de interés, señalando que podría ser paciente en comenzar dicho proceso de normalización, enfatizando que sus acciones dependerán del comportamiento de la economía, considerando también los acontecimientos internacionales.

En contraste, en la zona del euro, la debilidad en la actividad económica, en conjunto con un elevado riesgo de un periodo prolongado de baja inflación, propició un relajamiento adicional de la política monetaria. En particular, en su reunión de enero, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la ampliación significativa de su programa de compra de valores. Bajo este programa ampliado, el Eurosistema comprará valores denominados en euros con grado de inversión emitidos por gobiernos de la zona del euro, agencias e instituciones europeas en el mercado secundario por un monto mensual de 60 mil millones de euros. Estas compras que iniciarán en marzo de 2015

concluirán tentativamente en septiembre de 2016, aunque podrían extenderse hasta que se perciba un aumento sostenido de la inflación hacia su meta.

La divergencia en la trayectoria esperada de política monetaria entre las principales economías avanzadas se vio reflejada en una apreciación generalizada del dólar estadounidense. En las

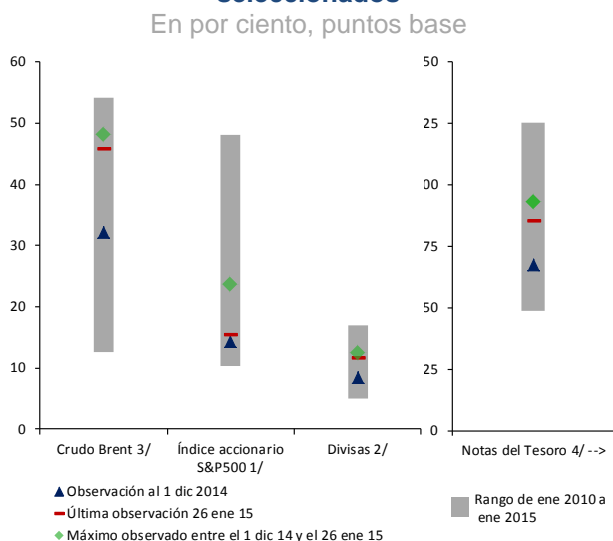
economías emergentes esta depreciación reciente de sus monedas pudiera exacerbar las vulnerabilidades financieras de aquellas con elevados niveles de pasivos denominados en moneda extranjera. Además, la caída en los precios del crudo ha generado presiones sobre las finanzas públicas de algunos países exportadores de petróleo.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Como se mencionó anteriormente, los mercados financieros de países desarrollados mostraron una mayor volatilidad durante las últimas semanas, respondiendo principalmente a la fuerte caída de los precios del petróleo y su consecuente impacto sobre las expectativas de crecimiento, inflación y política monetaria en distintos países. Asimismo, la inestabilidad política en Grecia y las sorpresivas decisiones del Banco Central de Suiza de abandonar su política de mantener un piso de tipo de cambio frente al euro y del Banco de Canadá de disminuir su tasa de referencia, también contribuyeron al aumento de la volatilidad (Gráfica 4).

Gráfica 4
Índices de volatilidad de mercados financieros seleccionados



Fuente: Bloomberg

1/ VIX ("CBOE Volatility Index"): Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el S&P500.

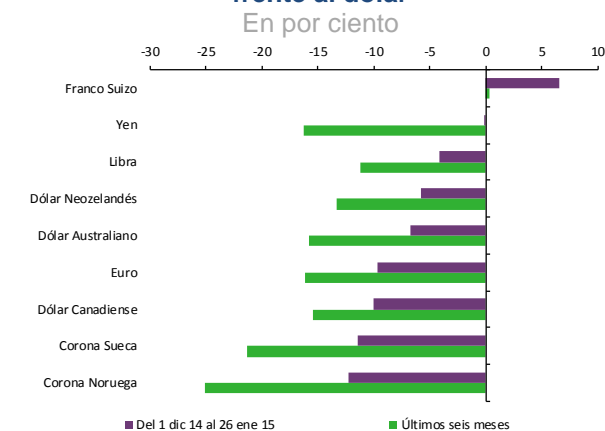
2/ CVIX: Volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%

3/ Volatilidad implícita en las opciones de 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.

En los mercados cambiarios, las divisas de países más sensibles a los precios de materias primas exhibieron fuertes depreciaciones frente al dólar ante el deterioro de sus términos de intercambio. De igual modo, las divisas de países cuyos bancos centrales relajaron sus posturas de política monetaria en las últimas semanas mostraron variaciones importantes. Tal fue el caso del euro, el dólar de Canadá, la corona de Suecia y la corona de Noruega. En contraste, sobresalió la apreciación del franco suizo, después de que el Banco Central de Suiza decidiera eliminar, de manera sorpresiva, el piso del tipo de cambio frente al euro de 1.20 francos por euros que mantenía desde septiembre 2011 (Gráfica 5).

Gráfica 5
Variación porcentual de las principales divisas frente al dólar

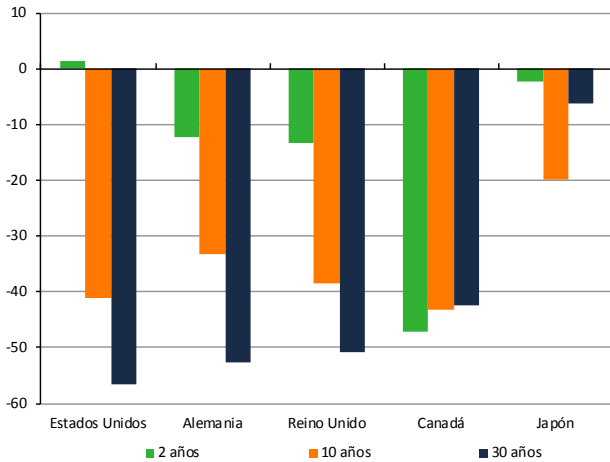


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron de manera generalizada en prácticamente todos los mercados desarrollados, particularmente en los plazos más largos de las curvas de rendimiento. En efecto, en varios países los costos de financiamiento alcanzaron niveles históricamente bajos. Lo anterior como reflejo de las menores expectativas de inflación, el citado relajamiento de las condiciones monetarias en algunos países y la perspectiva de que las tasas de referencia en el mediano y largo plazo serán más bajas que en ciclos económicos anteriores (Gráfica 6 y Gráfica 7).

Gráfica 6
Cambio en las tasas de interés de instrumentos gubernamentales de países seleccionados

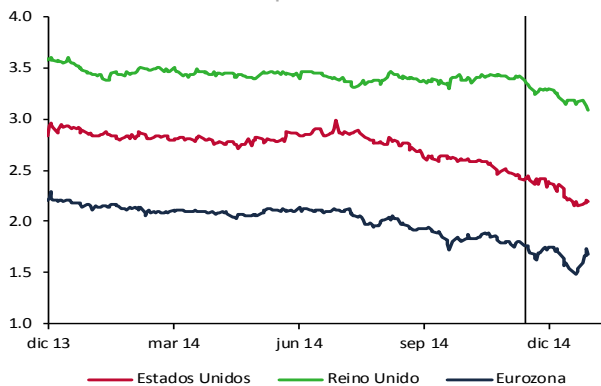
Del 01 dic 14 al 26 ene 15, En por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 7
Expectativas de inflación de cinco años dentro de cinco años implícitas en el swap de inflación

En por ciento

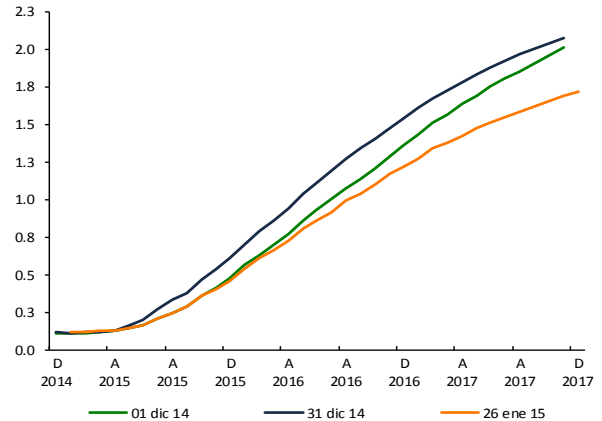


Fuente: Bloomberg.

En lo que respecta a las expectativas de política monetaria, la solidez de la actividad económica y la estabilidad de la inflación subyacente en Estados Unidos sugieren que la Reserva Federal podría iniciar el proceso de normalización de la tasa de referencia a mediados de este año, si bien las expectativas implícitas en los instrumentos de deuda de corto plazo apuntan a que dicho movimiento podría postergarse hacia finales de 2015 (Gráfica 8). De igual manera, se espera que el Banco de Inglaterra aumente su tasa objetivo el presente año, si bien se anticipa que cualquier ajuste será más moderado que el esperado hace unos meses.

Gráfica 8
Estados Unidos: Curva de contratos a futuro de la tasa de interés de fondos federales

En por ciento

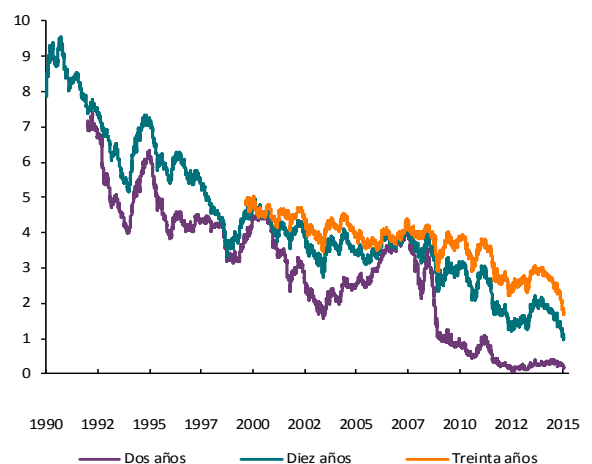


Fuente: Bloomberg.

En contraste, se espera que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón continúen instrumentando medidas de expansión de balance con miras a alcanzar sus objetivos de inflación y estimular el crecimiento económico. Esto último, junto con otras medidas de lasititud monetaria recientemente anunciadas por los bancos centrales de otros países desarrollados, sugiere que las condiciones de liquidez a nivel global seguirán siendo expansivas. Por tal motivo, no se puede descartar que los costos de financiamiento en los principales países, incluyendo Estados Unidos, permanezcan en niveles históricamente bajos durante 2015 (Gráfica 9).

Gráfica 9
Promedio aritmético de la tasa de interés de bonos gubernamentales de Alemania, Estados Unidos, Reino Unido y Japón

En por ciento

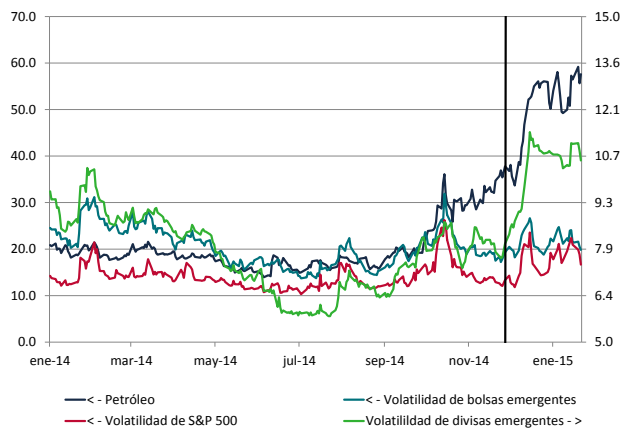


Fuente: Bloomberg.

2.2.2 Mercados emergentes

Desde la última reunión de política monetaria los precios de los activos financieros de países emergentes continuaron mostrando una mayor volatilidad, similar a lo observado en los mercados desarrollados y producto principalmente del fortalecimiento de las expectativas respecto al inicio del ciclo de alza de tasas por parte de la Reserva Federal, y el importante ajuste a la baja en los precios del petróleo (Gráfica 10).

Gráfica 10
Volatilidad implícita en opciones para diversos activos financieros
Por ciento



Nota: Se presenta el índice de volatilidad OVX para el petróleo, basado en la metodología VIX en opciones a distintos plazos. Para divisas emergentes se muestra el índice JP Morgan de volatilidad de monedas emergentes. Para volatilidad del S&P 500 se utiliza el índice VIX, mientras que para la volatilidad de accionarios emergentes se utiliza el índice de volatilidad de emergentes VXEEM del CBOE.

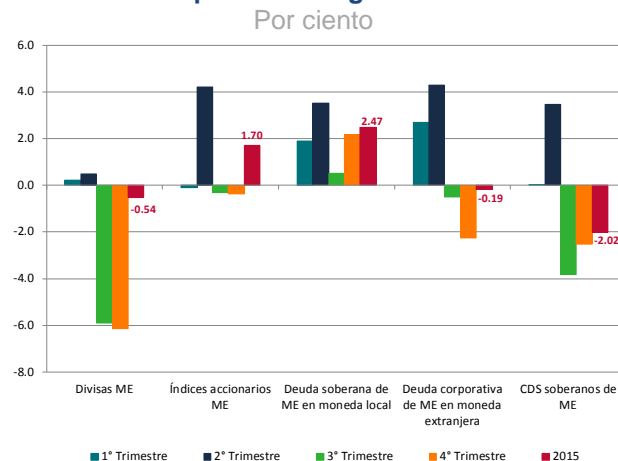
La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México

Fuente: Bloomberg.

Durante las últimas semanas, la mayoría de las divisas registraron depreciaciones frente al dólar, incluso en varios casos se alcanzaron los niveles de cotización más débiles desde 2009. En particular, destacó el desempeño negativo de las monedas de aquellos países cuyas economías tienen una mayor dependencia de las exportaciones petroleras. En respuesta a este entorno más adverso, varios bancos centrales intervinieron en los mercados cambiarios vendiendo dólares y comprando sus propias divisas. Entre ellos destacó el banco central de Rusia y, en menor medida, también el banco central de Brasil. Adicionalmente, algunos países también reaccionaron realizando ajustes fiscales para fortalecer su marco macroeconómico. Por otro lado, destacó que a diferencia de lo observado en los mercados cambiarios, las tasas de interés de los

valores gubernamentales para este conjunto de países disminuyeron en casi todos los casos ante la expectativa de un mayor estímulo monetario en Europa (Gráfica 11).

Gráfica 11
Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes
Por ciento



Nota: El índice de divisas ME pondera en la misma proporción las monedas de los siguientes países: México, Brasil, Colombia, Chile, Perú, Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, República Checa, India, Sudáfrica, Corea, Tailandia, China y Malasia. Para el desempeño de los mercados accionarios emergentes se presenta el índice MSCI en moneda local. En el caso de la deuda soberana emergente se utilizó el índice GBI EM de JPMorgan en moneda local y para los CDS soberanos se presenta el índice CDX EM a 5 años de JPMorgan. Para los bonos corporativos de EM se consideró el índice CEMBI de JPMorgan, que contempla emisiones en dólares americanos.

Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

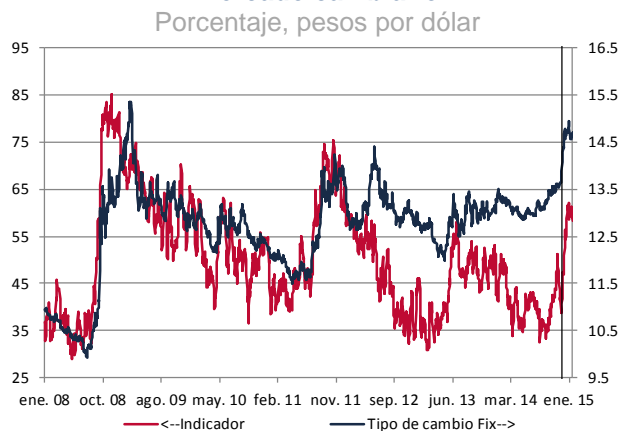
2.2.3 Mercados en México

En México, el impacto negativo de los choques externos fue primordialmente absorbido por el tipo de cambio. Así, durante diciembre de 2014 se registró un incremento importante en la volatilidad de la cotización del peso frente al dólar, e incluso se alcanzó el nivel más depreciado desde marzo de 2009 (Gráfica 12 y Gráfica 13). En respuesta a este entorno de mayor volatilidad, la Comisión de Cambios decidió implementar un mecanismo de subastas diarias de venta de dólares con precio mínimo, el cual ya ha sido utilizado en otros episodios de volatilidad en los mercados financieros. En esta ocasión el monto a subastar es de 200 millones de dólares y el precio mínimo de asignación es igual al tipo de cambio FIX publicado por el Banco de México el día hábil anterior multiplicado por 1.015. Esta medida fue anunciada el 8 de diciembre de 2014 y permanecerá vigente por tiempo indefinido. Cabe mencionar que la

subasta referida se ha activado sólo en una ocasión desde su inicio hasta finales de enero de 2015.

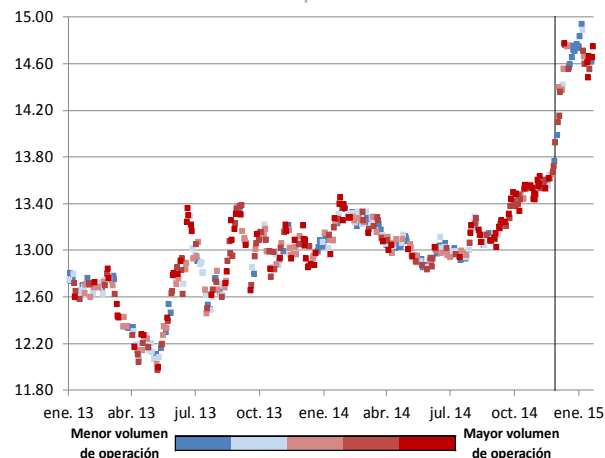
De hecho, durante el mes de enero las condiciones de operación han mejorado, las posiciones cortas en pesos que se construyeron en diciembre se redujeron y con ello se logró revertir parcialmente la depreciación registrada a finales del año pasado.

Gráfica 12
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario



Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calcula los percentiles en el periodo de 2008 a 2015 y se toma el promedio de los 6 percentiles para cada día.
La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México
Fuente: Banco de México.

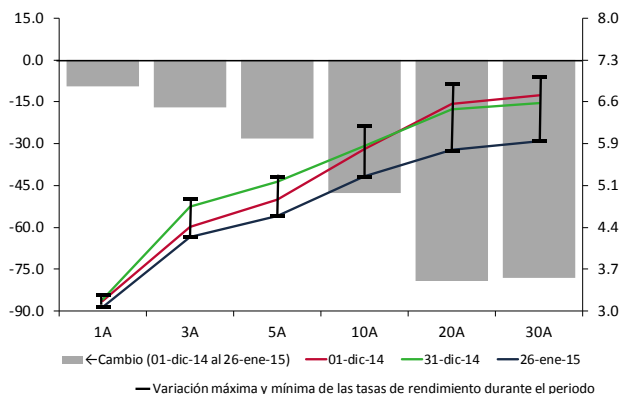
Gráfica 13
Tipo de cambio peso mexicano-dólar y volumen de operación al contado
Pesos por dólar



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

Por su parte, en el mercado de dinero destacó que a pesar de la depreciación que se observó en la moneda nacional, las tasas de interés disminuyeron hasta 75 puntos base en los plazos más largos, con lo cual la pendiente de la curva de rendimiento disminuyó de manera importante (Gráfica 14). Adicionalmente, durante estas últimas semanas se observó un mayor interés por parte de inversionistas del exterior por los valores gubernamentales, lo cual se reflejó en un incremento en sus tenencias de dichos valores. Asimismo, las recientes colocaciones en dólares que exitosamente realizaron el Gobierno Federal y PEMEX en los mercados internacionales también confirman el renovado interés por los activos mexicanos.

Gráfica 14
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal
 Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP.

Finalmente, parecería que hasta el momento la depreciación del tipo de cambio no ha tenido un impacto sobre las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y las reales, las cuales continuaron disminuyendo a lo largo de todos los plazos (Gráfica 15).

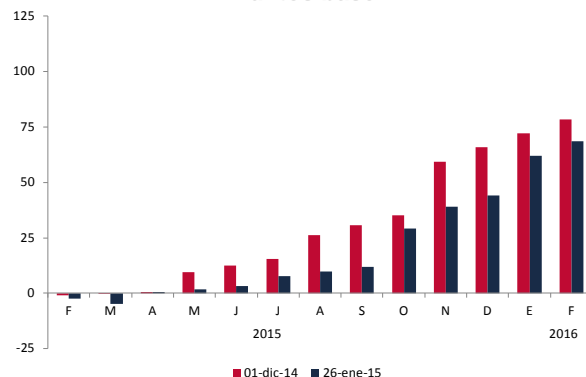
En este contexto, la expectativa del primer incremento en la tasa de política monetaria implícita en la estructura de la curva de rendimientos se retrasó dos meses, pasando de agosto a octubre de este año (Gráfica 16).

Gráfica 15
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en bonos gubernamentales
 Puntos base



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

Gráfica 16
Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIEE a 28 días
 Puntos base



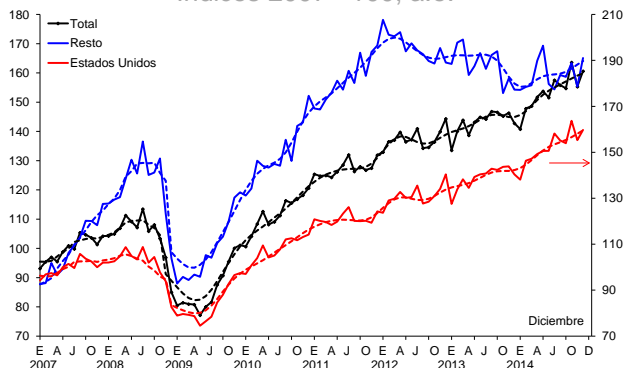
Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

La información más oportuna sugiere que en el cuarto trimestre la actividad económica en México mantuvo la moderada recuperación que ha venido presentando desde el segundo trimestre de 2014. Dicho comportamiento se derivó, principalmente, del dinamismo del sector externo. En efecto, en el cuarto trimestre las exportaciones del sector manufacturero continuaron registrando una tendencia ascendente (Gráfica 17). Este desempeño fue reflejo, en buena medida, de la trayectoria de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, mientras que los indicadores del consumo privado siguieron sin presentar señales claras de una mejoría, los de la inversión fija bruta apuntan a que ésta continuó mostrando cierta reactivación en el último trimestre de 2014.

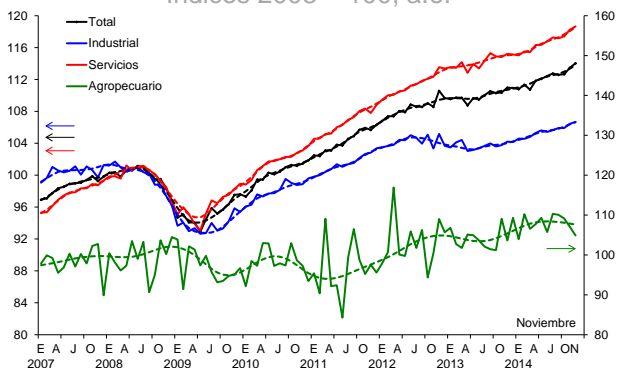
Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2007 =100, a.e.



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

En relación con la actividad económica por el lado de la producción, durante el cuarto trimestre de 2014 el IGAE continuó presentando una moderada recuperación. Este comportamiento se originó del dinamismo tanto de la producción industrial, como del sector servicios (Gráfica 18). La expansión del sector servicios, a su vez, fue reflejo, principalmente, del impulso de los servicios más asociados a la demanda externa, en congruencia con el dinamismo del sector externo, mientras que aquellos servicios más relacionados con la demanda interna reportaron una moderada mejoría.

Gráfica 18
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a.e.



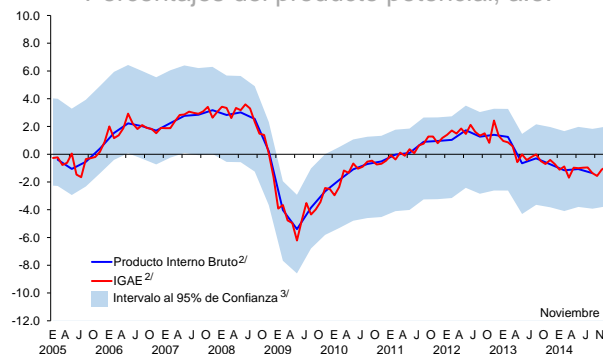
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

No obstante la moderada recuperación en el ritmo de crecimiento, durante el cuarto trimestre continuaron presentándose condiciones de holgura en la economía, si bien éstas parecerían estar disminuyendo. En este contexto, no se percibieron presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos ni sobre las cuentas externas derivadas del comportamiento de la demanda agregada. En efecto, la brecha del producto permaneció en niveles negativos (Gráfica 19).

Gráfica 19
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

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

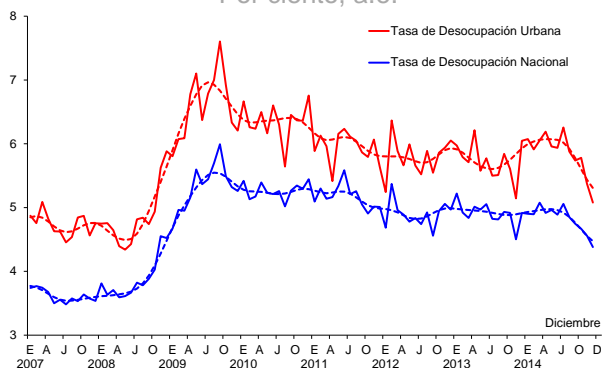
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

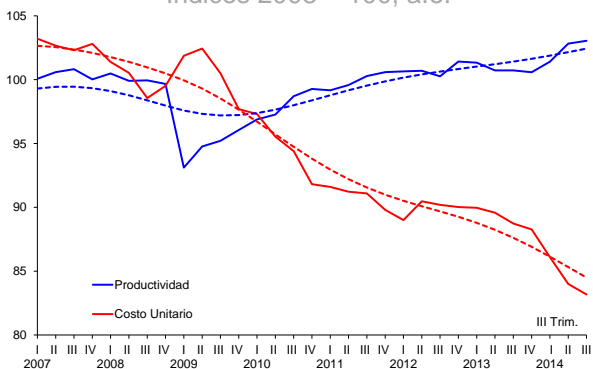
De manera similar, en el mercado laboral persistieron condiciones de holgura. Sin embargo, las importantes reducciones que registraron las tasas de desocupación nacional y urbana en los últimos meses de 2014 sugieren que el grado de holgura ha venido disminuyendo (Gráfica 20). En este contexto, a pesar de que la tasa de crecimiento anual del salario base de cotización del IMSS presentó incrementos durante la segunda mitad de 2014, en términos reales el ingreso promedio de la población ocupada en la economía ha disminuido. Ello, junto con una tendencia al alza en la productividad laboral, ha conducido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto sigan en niveles bajos (Gráfica 21).

Gráfica 20
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, a.e.



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

Gráfica 21
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
 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. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

^{1/} Productividad con base en las horas trabajadas.

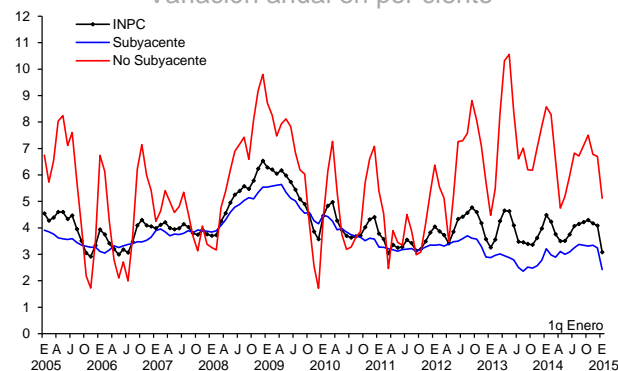
Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. IGPLE publicado por INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero moderó su ritmo de expansión en el cuarto trimestre de 2014. Lo anterior obedeció a un menor dinamismo del financiamiento a las empresas y a los hogares, particularmente en el segmento de tarjetas de crédito. Por su parte, las tasas de interés y los índices de morosidad, en general, continuaron estables, lo cual sugiere la ausencia de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

A finales de 2014, la inflación general anual retomó la trayectoria a la baja que durante 2014 se vio interrumpida por cambios en algunos precios relativos a raíz de las modificaciones fiscales que entraron en vigor al inicio del año, así como por choques transitorios al componente no subyacente. El desvanecimiento de los efectos anteriores, junto con disminuciones de precios en los servicios de telecomunicaciones e incrementos en los precios de los energéticos menores que en el año previo, acentuaron la caída de la inflación en la primera quincena de enero. Así, la inflación general pasó de 4.16 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2014 a 3.08 por ciento en la primera quincena de enero de 2015 (Gráfica 22).

Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



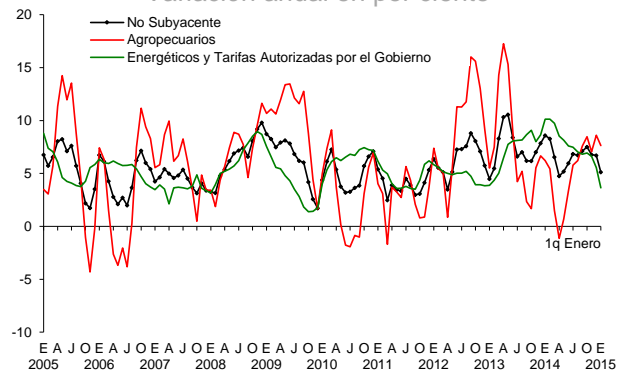
Fuente: Banco de México e INEGI.

Aun con el efecto de las modificaciones impositivas de inicio de 2014, la inflación subyacente anual se mantuvo cerca de 3 por ciento durante la mayor parte del año. Posteriormente, entre la primera quincena de noviembre de 2014 y la primera quincena de enero de 2015 este indicador disminuyó de 3.33 a 2.43 por ciento, como reflejo, principalmente, de la dilución de los efectos de las modificaciones fiscales antes referidas sobre el subíndice de precios de las mercancías, al tiempo que los menores precios en los servicios de telecomunicaciones han operado en ese mismo sentido en el subíndice de precios de los servicios (Cuadro 1).

Por su parte, el índice de precios no subyacente pasó de registrar una variación anual de 6.79 por ciento en la primera quincena de noviembre de

2014 a 5.12 por ciento en la primera quincena de enero de 2015 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Esta disminución se debió al comportamiento del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, en el cual recientemente se han observado bajas en las tarifas eléctricas, así como incrementos en los precios de las gasolinas y del gas doméstico menores a los registrados el año previo. Lo anterior compensó las mayores tasas de crecimiento en los precios de los productos agropecuarios ante el incremento temporal que presentó el jitomate en los últimos dos meses del año pasado. (Gráfica 23 y Cuadro 1).

Gráfica 23
Subíndices No Subyacentes
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) continúan en niveles cercanos a 3.2 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario ha seguido disminuyendo hasta

ubicarse en niveles cercanos a cero. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se mantiene en niveles cercanos a su mínimo histórico. Por su parte, las expectativas de inflación provenientes de las encuestas entre especialistas del sector privado han registrado una disminución a niveles ligeramente por arriba de 3 por ciento para el cierre de 2015, mientras que para horizontes de mediano y largo plazo permanecen alrededor de 3.5 por ciento.

Considerando el desvanecimiento del efecto de los cambios fiscales de 2014, la eliminación de los cobros por el servicio de telefonía de larga distancia nacional, el incremento menor al previsto en los precios de los energéticos, así como la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, se espera que la inflación general anual, converja a 3 por ciento en 2015. En cuanto a la inflación subyacente, se prevé que se mantenga por debajo de 3 por ciento durante todo el año.

La previsión para la trayectoria de la inflación está sujeta a diversos riesgos. Al alza, destaca la posibilidad de que el tipo de cambio se mantenga en los niveles actuales por un lapso mayor al esperado o que incluso registre una depreciación mayor. A la baja, existe la posibilidad de un dinamismo menor al previsto para la actividad económica y disminuciones adicionales en los precios de los energéticos y/o de los servicios de telecomunicaciones.

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

Concepto	Noviembre 1q 2014	Diciembre 2014	Enero 1q 2015
INPC	4.16	4.08	3.08
Subyacente	3.33	3.24	2.43
Mercancías	3.70	3.50	2.48
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.46	5.31	3.62
Mercancías no Alimenticias	2.27	2.04	1.54
Servicios	3.02	3.03	2.38
Vivienda	2.14	2.14	2.15
Educación (Colegiaturas)	4.30	4.30	4.20
Otros Servicios	3.58	3.60	2.08
No Subyacente	6.79	6.70	5.12
Agropecuarios	6.90	8.61	7.63
Frutas y Verduras	-3.59	0.10	-2.57
Pecuarios	13.46	14.03	13.82
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.72	5.55	3.65
Energéticos	7.40	6.43	4.44
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.42	3.88	2.15

Fuente:

INEG

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 consideró que la evolución y perspectivas de la actividad económica mundial han presentado un comportamiento débil, si bien diferenciado entre países. También mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial ha seguido deteriorándose, mientras que el correspondiente a la inflación global ha mejorado. En cuanto al desempeño de la economía mexicana, todos los miembros destacaron que parece haber mostrado una moderada recuperación durante el cuarto trimestre de 2014, aunque enfatizaron la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento. 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 los precios provenientes de la demanda agregada en los siguientes trimestres. En cuanto a la inflación, la mayoría de los miembros destacó que, como se tenía previsto, ésta presentó una reducción considerable en la primera quincena de enero, y refrendó la previsión de que la inflación general anual alcance 3 por ciento hacia mediados de 2015 y que cierre el año ligeramente por debajo de dicho nivel. En suma, la mayoría estimó que el balance de riesgos para la inflación es similar al de la decisión de política monetaria anterior.

La mayoría de los miembros consideró que la actividad económica mundial y sus perspectivas siguen presentando un comportamiento débil, aunque diferenciado entre países. Asimismo expresó que, si bien las economías de Estados Unidos y Reino Unido han venido consolidando su recuperación, el crecimiento en el resto de las economías avanzadas y de muchas de las emergentes sigue endeble. La mayoría de los miembros mencionó que aunque se espera un fortalecimiento de la actividad económica global este año y el próximo, será a un ritmo menor que el anticipado en meses anteriores. En este sentido, destacó la revisión a la baja para las previsiones de crecimiento global tanto para el 2015 como para 2016 por parte de las principales instituciones financieras internacionales. Sin embargo, un miembro señaló que es importante poner en contexto la debilidad del crecimiento global actual, ya que antes de la crisis en las principales

economías una parte importante del financiamiento al consumo no era sostenible, por lo que las tasas de crecimiento del PIB tampoco lo eran. Por su parte, otro miembro recalzó que la situación económica mundial se ha deteriorado de manera marcada. En suma, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se ha deteriorado.

Todos los miembros de la Junta indicaron que en Estados Unidos la actividad económica continúa consolidando su recuperación y se prevé que ésta siga en los próximos meses, en contraste con la mayoría de los países avanzados. Uno de ellos apuntó que dicha recuperación se ha visto reflejada en la producción manufacturera, en la inversión y el mercado laboral, entre otros factores. La mayoría concordó que se prevé que dicha recuperación continúe impulsada, en parte, por la disminución en las cotizaciones del petróleo, mientras que uno agregó que también por el fortalecimiento del mercado laboral, la mayor confianza de consumidores e inversionistas y condiciones financieras laxas. No obstante, algunos alertaron que la apreciación del dólar podría afectar el crecimiento económico de los Estados Unidos. Por su parte, todos los miembros apuntaron que el mercado laboral se ha fortalecido, si bien la mayoría destacó que a pesar de ello, persiste holgura y no se están generando presiones por el lado de los costos salariales a la inflación. A este respecto, uno de ellos recordó que, en general, se han presentado cambios importantes en la manera en la que la economía estadounidense funciona y, en particular, en el mercado laboral que no necesariamente reflejan factores cíclicos. Por un lado enfatizó que gran parte de la caída en la tasa de desempleo se explica por una reducción en la tasa de participación laboral, la cual puede estar respondiendo a factores como cambios en precios relativos que han incrementado la rentabilidad de la educación e incentivado la acumulación de capital humano. Asimismo, la tasa de participación se ha visto afectada por fenómenos como una fuerte depreciación del capital humano, asociada al incremento en los trabajadores que han permanecido desempleados por un periodo prolongado, por lo que se desmotivan y dejan de buscar trabajo, así como por la denominada histeresis. Otro miembro destacó la dificultad de realizar una lectura precisa del mercado laboral en Estados Unidos.

Todos los miembros de la Junta reconocieron que la Reserva Federal ha reiterado sus planes para la normalización de su postura de política monetaria

en el futuro, enfatizando que el momento específico en el que incrementará su tasa de interés de referencia y el ritmo de aumentos subsecuentes dependerán de la evolución de la economía. La mayoría comentó que se ha presentado cierta discrepancia de opinión respecto al momento de inicio del ajuste al alza en dicha tasa de interés. Por un lado la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, así como la de las encuestas a analistas económicos, sugieren que este proceso podría comenzar a mediados de 2015. Por otro, las expectativas implícitas en los instrumentos de deuda de corto plazo apuntan a que dicho movimiento podría ocurrir hasta finales de este año, por lo que un miembro señaló que no puede excluirse una sorpresa en los mercados respecto a la puesta en marcha de la referida normalización. La mayoría de los miembros asoció dicha discrepancia con la evolución de los precios del petróleo y su efecto sobre la inflación de ese país, que en conjunto con la ausencia de presiones en los costos laborales, han mantenido a la inflación en niveles bajos. Inclusive, un miembro apuntó que la Reserva Federal podría enfrentar un dilema importante al tomar sus decisiones ya que para mediados de 2015 es probable que la inflación continúe por debajo de 2 por ciento, lo que podría dificultar la comunicación de un posible incremento en la tasa de referencia. Por su parte, la mayoría reconoció que los indicadores de inflación se mantienen bajos, pero que es de esperarse que la reducción en los precios a los niveles actuales sea temporal, como lo indican las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto. En este sentido, un miembro enfatizó que este desempeño en la inflación no evitaría considerar un alza en la tasa de política monetaria, mientras que algunos apuntaron que la Reserva Federal podría tener un sesgo hacia retrasar su decisión e incluso, uno recalcó que esto podría darse ante la posibilidad de frenar la recuperación en la actividad económica y generar problemas de estabilidad financiera. En relación con lo anterior, un miembro de la Junta añadió que el alza potencial en las tasas de corto plazo en Estados Unidos se circunscribe en un aparente equilibrio de menores tasas de interés a nivel global. Explicó que esto puede deberse a incrementos en la tasa de ahorro a nivel mundial, debido a factores como el crecimiento de la población y la reducción en la edad de retiro, entre otros, conduciendo a una situación de estagnación secular. Por su parte, en los últimos años ha aumentado la demanda por activos seguros por motivos regulatorios. Esto se combinaría con una reducción en la oferta de activos seguros ante

cambios en el precio del riesgo y un sistema monetario global que permite la gestación de desequilibrios por mayor tiempo debido a, por ejemplo, la tendencia de las autoridades monetarias a reaccionar con mayor intensidad ante recesiones que ante las fases de expansión de los ciclos económicos. Otro miembro indicó que en virtud de los riesgos, las economías emergentes deberían suponer que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos empezará más temprano que tarde y fortalecer sus fundamentos económicos en la medida de lo requerido.

En cuanto a la actividad económica en la zona del euro, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno indicó que continúa exhibiendo un bajo dinamismo, al igual que la de Japón, observándose en ambas economías importantes presiones hacia la deflación. La mayoría enfatizó que ante los riesgos de deflación, el Banco Central Europeo anunció un relajamiento monetario adicional, adoptando un programa de expansión cuantitativa a gran escala que incluye la posibilidad de compra de bonos soberanos emitidos por países miembros de la zona euro. Un miembro señaló que estas medidas fueron incluso mayores a las anticipadas por el mercado y otro apuntó que impulsaron a la baja las tasas de interés en la región, especialmente en los países periféricos. No obstante, algunos destacaron que persisten dudas respecto a la efectividad de estas medidas para impulsar un mayor crecimiento económico y mencionaron que sin un complemento de reformas estructurales es difícil pensar que dichas medidas pudieran realmente lograr las metas que persigue el Banco Central Europeo. En este sentido, un miembro señaló que, dada la situación del sistema financiero en Europa, se podrían generar inversiones fuera de la región para tratar de explotar la posibilidad de obtener mayores rendimientos. Asimismo, manifestó su preocupación por los efectos que podría tener la expansión de liquidez mundial que se ha dado con las medidas monetarias tanto del Banco Central Europeo como del Banco de Japón. Adicionalmente, manifestó que en la zona del euro existen inquietudes asociadas con problemas potenciales en Grecia ante un posible enfrentamiento entre su gobierno y las autoridades europeas, lo que a su vez podría generar temores sobre la integridad de la zona del euro. Finalmente, algunos miembros agregaron que otros bancos centrales como los de Suecia, Noruega, Dinamarca y Canadá también relajaron su política monetaria.

En este contexto, la mayoría de los miembros enfatizó la debilidad de la actividad en economías emergentes, explicada en parte por la caída en los precios de materias primas, incluyendo el precio del petróleo, así como la atonía de su demanda interna. A esto, un miembro agregó que este menor dinamismo de algunas economías emergentes es también resultado de la menor expansión económica de sus principales socios comerciales, así como del aparente deterioro de sus las tasas de crecimiento potencial. Adicionalmente, algunos miembros señalaron que existen vulnerabilidades macroeconómicas y riesgos geopolíticos que podrían exacerbar este menor dinamismo. Para uno de los miembros destacan, por su debilidad, los casos de Brasil, Rusia, Indonesia y China. Respecto a China, otro miembro añadió que, si bien se espera que el proceso de desaceleración del ritmo de crecimiento económico en dicho país continúe de manera gradual y ordenada, la posibilidad de un ajuste brusco no puede descartarse.

La mayoría de los miembros destacó la pronunciada caída en el precio del petróleo observada recientemente y la expectativa de que se mantenga en un nivel bajo por algún tiempo. Esto debido a que dicha caída no se explica sólo por una baja demanda mundial, sino que también se atribuye, en gran medida, a la abundante oferta global. A este respecto, un miembro especificó que las nuevas tecnologías de extracción han inducido cambios importantes en la dinámica de ajuste del mercado de crudo donde, al parecer, la variable de ajuste se ha convertido el gasto en inversión, y mencionó que la curva de futuros de los precios de esta materia prima parecería indicar que el mercado espera cierto repunte en dichos precios, si bien a niveles menores que los prevalecientes hasta hace algunos meses. La mayoría de los miembros consideró que se han agudizado las presiones a la baja sobre la inflación mundial y sus expectativas. Así, un miembro agregó que existen expectativas de políticas monetarias muy laxas en general, tanto en países emergentes como avanzados.

Respecto a los mercados financieros internacionales, la mayoría de los miembros concordó que la expectativa de una política monetaria menos laxa en Estados Unidos, la disminución en el precio del petróleo y la previsión de que permanecerá en niveles bajos por un periodo prolongado, junto con la desaceleración de la economía mundial, han dado lugar a una agudización de la volatilidad en los mercados

financieros internacionales. Uno de ellos señaló que las tasas de interés de los bonos gubernamentales de muchos países disminuyeron a niveles históricamente bajos. La mayoría sostuvo que se han observado depreciaciones importantes en las monedas de diversas economías, tanto avanzadas como emergentes. Algunos miembros de la Junta de Gobierno destacaron que se han visto más afectadas aquéllas divisas de países emergentes exportadores de materias primas, lo que ha acentuado sus vulnerabilidades financieras. En este contexto, uno de ellos recalcó que dichos países también se han visto afectados por un menor crecimiento. Tomando en consideración lo anterior, y otros factores como riesgos geopolíticos y la cada vez más marcada divergencia entre las posturas de política monetaria de las principales economías avanzadas, la mayoría señaló que hacia adelante no puede descartarse la posibilidad de nuevos brotes de turbulencia y/o ajustes desordenados en los mercados financieros.

Todos los miembros de la Junta afirmaron que la actividad económica en México parece haber mostrado una moderada recuperación durante el cuarto trimestre de 2014, si bien uno de ellos notó que la expectativa de crecimiento para ese trimestre es más baja a la que se tenía antes. Todos destacaron que la principal fuente de crecimiento ha sido el sector externo, a lo que algunos añadieron que éste fue impulsado principalmente por las exportaciones a Estados Unidos. Uno de ellos señaló que las exportaciones petroleras han caído. Adicionalmente, todos indicaron que la inversión privada también ha mostrado un mayor dinamismo, aunque uno mencionó que ésta parte desde un nivel bajo. En particular, un integrante puntualizó que la inversión fue impulsada en buena medida por la construcción residencial. Por otro lado, la mayoría destacó que la recuperación del consumo ha sido muy modesta y uno de ellos arguyó que esta dinámica podría ser reflejo de un sector informal grande, de las bajas remuneraciones y de que la confianza del consumidor no termina de recuperarse, si bien reconoció que el desempleo es bajo. No obstante, un integrante notó que algunos indicadores oportunos como las ventas de la ANTAD o el consumo del mercado interior parecen apuntar a una menor debilidad de este indicador en el cuarto trimestre de 2014 que en el trimestre previo. Por su parte, la mayoría de los miembros recalcó que los efectos del gasto público continúan sin manifestarse plenamente sobre la actividad económica, y uno de ellos agregó que continuó el débil desempeño de la construcción pública y de la

minería petrolera. No obstante, otro integrante mencionó que podría observarse una mayor contribución del gasto público al crecimiento en el cuarto trimestre de 2014 en comparación con la registrada en el trimestre previo. Al analizar la actividad económica por el lado de la producción, algunos de los integrantes destacaron que la evolución del IGAE en octubre y noviembre apunta que tanto la industria como los servicios han registrado una tendencia positiva. Un integrante también resaltó que los bienes comerciables han mostrado mayor dinamismo que los no comerciables. Finalmente, la mayoría de los miembros manifestó preocupación en cuanto a la magnitud del posible efecto adverso de la producción petrolera sobre el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2014, y en periodos subsecuentes.

La mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno mencionó que es posible suponer que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en general, por lo que no se perciben presiones generalizadas y sostenidas de demanda agregada sobre los precios. Algunos enfatizaron que la brecha del producto continuará siendo negativa a lo largo de este año. Con respecto al mercado de crédito, un miembro comentó sobre el menor dinamismo de la demanda, enfatizando que el crecimiento del financiamiento cerró el año con cifras bajas. Enfocándose en el mercado laboral, un miembro recalzó el incremento en los últimos seis meses en la tasa de crecimiento del salario base de cotización del IMSS y la posibilidad de que surjan presiones salariales en el sector formal, que es por donde se esperaría deberían de empezar, en su caso, las presiones cíclicas del mercado laboral, debido a que las habilidades y por lo tanto la productividad de los trabajadores en dicho sector son mayores que en el informal. Por su parte, otro expresó preocupación por la caída de la masa salarial del mercado laboral en su conjunto. La mayoría señaló que es importante tener en cuenta las estimaciones acerca del grado de holgura en la economía están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. En este sentido, uno advirtió sobre los riesgos de sobreestimarla al acercarse la economía a sus patrones de crecimiento histórico recientes. Asimismo, argumentó que el mayor desempleo puede tener un contenido estructural dado el menor flujo migratorio a Estados Unidos, destacando que, debido a la integración de los procesos productivos, es difícil que México no se vea afectado por la transformación de los mismos en aquel país. A más largo plazo, algunos alertaron que el crecimiento

del PIB potencial puede verse afectado por la caída en los precios del petróleo y su impacto en los flujos de inversión extranjera al sector energético. Adicionalmente algunos advirtieron que un sector informal grande de baja productividad puede afectar el crecimiento de la economía en el futuro. Un miembro enfatizó que es posible que los efectos de las reformas estructurales sobre el PIB potencial sean menores y más tardados respecto a lo anticipado.

Hacia adelante, algunos integrantes de la Junta recalcaron que se prevé un gradual fortalecimiento de la economía en 2015, como resultado de un entorno externo favorable. Al respecto, un integrante añadió que la recuperación del empleo, la mejoría de la confianza y las mayores remesas del exterior, entre otros factores, deberían estimular el crecimiento de la demanda privada, lo cual podría verse reforzado por el inicio de proyectos derivados de la reforma energética. No obstante, notó que este dinamismo es inferior al que se preveía hace unos meses. La mayoría de los integrantes destacó que la trayectoria de los precios del petróleo y la caída en la plataforma de producción podrían afectar negativamente el crecimiento del PIB durante 2015. Profundizando sobre los precios del petróleo, uno de ellos indicó que, considerando que prácticamente todo el aumento en el precio del crudo en los últimos años ha financiado un mayor gasto público, el choque en los términos de intercambio implica uno muy adverso a la demanda agregada, reduciendo sus posibilidades de expansión. En segundo lugar, destacó que dicha perturbación conduce a una depreciación del tipo de cambio real, esto es, un cambio de precios relativos que compensa el choque a la demanda agregada pública, principalmente por bienes no comerciables, a través del aumento en la rentabilidad y expansión de la producción de bienes comerciales.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno enfatizaron que ante la lenta recuperación de la demanda interna, que se espera continúe durante los próximos meses, se considera que siguen existiendo importantes riesgos a la baja para el crecimiento, e incluso algunos señalaron que el balance de riesgos se ha deteriorado. La mayoría alertó que las reducciones en la plataforma de producción del petróleo podría tener un efecto sobre la recuperación económica y las cuentas fiscales. A lo anterior algunos añadieron también el impacto negativo de la inseguridad pública y el descontento social, así como los niveles relativamente reducidos de confianza del

consumidor y del productor. Por otro lado, algunos señalaron que el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos podría tener consecuencias mayores a las previstas. Un miembro distinguió entre los riesgos de carácter cíclico, como una desaceleración de Estados Unidos, y aquéllos de carácter estructural, como la implementación de las reformas y una baja productividad del sector informal. Asimismo, subrayó que, comparando el promedio de crecimiento esperado para el trienio 2013-2015 con el promedio de crecimiento para el período 2001-2014, las cifras son prácticamente las mismas, por lo que no habría por qué esperar una fuerte aceleración adicional de la economía.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que se cumplió la previsión, enfatizada en comunicaciones anteriores del Banco de México, de que los choques que afectaron a la inflación en 2014 serían de carácter temporal y que al inicio de 2015 ésta registraría una disminución sustancial. En particular, la mayoría recordó que la inflación disminuyó de un máximo de 4.30 por ciento en octubre pasado a 3.08 por ciento en la primera quincena de enero de 2015 y que la inflación subyacente disminuyó de 3.32 por ciento en octubre a 2.43 por ciento en la primera mitad de enero de este año. Algunos integrantes de la Junta enfatizaron que esta reducción inclusive fue mayor a la anticipada, si bien otros destacaron que esta disminución se registró después de que la inflación se ubicara la mayor parte del año pasado en niveles superiores a la cota superior del intervalo de variabilidad asociado al objetivo del Banco de México. Todos los miembros coincidieron que entre los factores que apoyaron esta disminución destacan el desvanecimiento del efecto de los cambios impositivos que entraron en vigor a principios del año pasado, los menores incrementos en los precios de las gasolinas y otros energéticos, así como las reducciones en los precios de servicios de telecomunicaciones. En cuanto a este último punto, algunos miembros argumentaron que los menores precios de estos servicios son el resultado de la implementación exitosa de una de las reformas estructurales.

La mayoría concordó en que la importante disminución de la inflación, junto con el hecho de que sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo se hayan mantenido bien ancladas, sugiere que el proceso de formación de precios no se vio contaminado por el incremento transitorio de la inflación en 2014, y tampoco se ha visto afectado hasta ahora por la depreciación de la moneda nacional. Un integrante agregó que la importante

reducción de la inflación en la primera quincena de enero contribuirá a que las expectativas de inflación continúen ancladas, y mencionó que incluso podrían seguirse revisando a la baja, tal y como ya se ha comenzado a observar en las implícitas en instrumentos de mercado. Adicionalmente, añadió que dicho resultado hace evidente la ausencia de traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios, y que a pesar de que considera que parte de dicha depreciación corresponde a un ajuste en el tipo de cambio real, el hecho de que permanezcan condiciones de holgura en la economía dificulta que los productores de bienes comerciables realicen dicho traspaso. En este sentido, un miembro señaló que la ausencia de presiones por el lado de la demanda también apoyó la reducción reciente de la inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que, ante los factores que están apoyando la reducción de la inflación a partir de la primera quincena de enero de 2015, se refrenda la previsión de que la inflación general alcance 3 por ciento hacia mediados de 2015 y que cierre el año ligeramente por debajo de dicho nivel. Sin embargo, algunos integrantes destacaron que parte de la disminución esperada en la inflación se explica por cambios en precios relativos que se caracterizan por ser de una sola vez, por lo que a principios del próximo año podría revertirse su efecto. Ante ello, un miembro destacó la importancia de que se asegure una convergencia sostenida al objetivo permanente de inflación. En cuanto a los pronósticos de inflación subyacente, la mayoría anticipa que se ubique por debajo de 3 por ciento durante prácticamente todo el año.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno estimó que el balance de riesgos para la inflación es similar al considerado en la decisión de política monetaria anterior, si bien uno opinó que éste se ha deteriorado. Algunos enfatizaron riesgos al alza. Todos los integrantes coincidieron en que a pesar de la evidencia de varios años de que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios ha sido bajo y que su efecto sobre la inflación tiende a ser transitorio, la posibilidad de que el tipo de cambio permanezca en los niveles actuales por un periodo prolongado o que incluso el peso registre depreciaciones adicionales, representa un riesgo para la inflación. La mayoría de los miembros consideró que otra fuente de riesgo podría provenir del resurgimiento de presiones en el componente de precios no subyacente, en particular en el subíndice de precios agropecuarios. No obstante, un miembro también aseveró que los

recientes cambios en las políticas de precios y tarifas de los energéticos moderará la volatilidad del componente no subyacente. Por su parte, algunos integrantes consideraron que el escaso margen de ajuste de la política fiscal podría conducir a aumentos en precios y tarifas públicas el próximo año. Como riesgo adicional para la inflación, algunos integrantes señalaron la posible aprobación de incrementos en el salario mínimo no respaldados por ganancias en la productividad laboral. Uno de ellos añadió que con la posible desvinculación de esta variable como unidad de cuenta no se pueden descartar aumentos significativos en los siguientes años, lo que podría poner en peligro la estabilidad de las expectativas de incrementos salariales. Por otra parte, un miembro apuntó que ante la reactivación esperada de la economía, podrían surgir presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Ante ello, otros integrantes añadieron el riesgo de sobreestimar la medición de la holgura en la economía. La mayoría de los miembros coincidió en que también existen riesgos a la baja para las previsiones de la inflación, entre los que destacan la posibilidad de que la actividad económica en el país tenga un dinamismo menor al previsto, así como posibles disminuciones adicionales en los precios de las telecomunicaciones y/o de los energéticos, sobre todo de las gasolinas en la frontera.

Todos los miembros de la Junta señalaron que los mercados financieros de México fueron afectados por la volatilidad financiera internacional, al igual que en otras economías emergentes. Destacaron que el peso ha registrado una depreciación importante, a lo que la mayoría agregó que éste ha sido particularmente sensible a las caídas en el precio del petróleo. Adicionalmente, precisó que esta evolución del tipo de cambio ha reflejado, en parte, preocupaciones sobre las implicaciones fiscales y sobre la cuenta corriente de la caída en los precios del petróleo. La mayoría de los miembros de la Junta expresó preocupaciones sobre las implicaciones de estabilidad financiera que podría tener la depreciación del tipo de cambio. Incluso, uno de ellos puntualizó que una de las finalidades del Banco de México es promover el sano desarrollo del sistema financiero y que, a su vez, un episodio de inestabilidad financiera seguramente repercutiría en la inflación. Adicionalmente, recalcó que este riesgo es importante en una economía como la mexicana, abierta a los movimientos de capital y con una elevada participación de extranjeros en el mercado interno de bonos. Al respecto, otro miembro

comentó que el apetito por valores gubernamentales continuó en ascenso, como lo reflejan los nuevos máximos históricos alcanzados por las tenencias de bonos en pesos por parte de no residentes. A ello otro miembro agregó que los movimientos en la cotización de la moneda nacional se han dado de forma relativamente ordenada. No obstante, ambos miembros coincidieron en que no puede descartarse la posibilidad de un ajuste de portafolio de los inversionistas que a su vez pudiera retroalimentarse con el mercado cambiario y tener implicaciones sobre la estabilidad financiera del país. En este sentido, otro miembro mostró preocupación sobre los elevados diferenciales entre los niveles de tasas de interés de la parte larga y corta de la curva de rendimientos en México, es decir la pendiente, incluso respecto de otras economías emergentes. Añadió que si bien esta pendiente se ha reducido recientemente ante la disminución de las tasas de largo plazo, continúa elevada, alentando estrategias de inversión que aprovechen dichos diferenciales de tasas de interés, exacerbando así la demanda por títulos de largo plazo, lo cual, en caso de presentarse otro episodio de volatilidad financiera, podría ser también un factor de inestabilidad. Al respecto, otro miembro recordó que a pesar del aumento en la prima de riesgo-país, las tasas de interés de largo plazo en México continuaron descendiendo junto con las de Estados Unidos.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló la necesidad de fortalecer el marco macroeconómico ante la caída del precio del petróleo y la posibilidad de observar mayores tasas de interés en Estados Unidos. Un miembro mencionó que la respuesta de política apropiada ante dichos choques es una postura macroeconómica menos expansiva. Argumentó que mantener una postura expansiva, no haría gran diferencia en el crecimiento, pero sí podría traer riesgos de estabilidad financiera y en las cuentas externas del país. Otro miembro enfatizó que para alcanzar la meta de 3 por ciento de manera sostenible, se requiere asegurar que el marco de políticas macroeconómicas sea congruente con esta trayectoria de precios, lo que implicaría ajustes en las políticas fiscal y monetaria. Sobre la postura fiscal, algunos subrayaron que el saldo de los requerimientos financieros del sector público ha aumentado de manera significativa en los últimos años y uno apuntó que su nivel actual no diferencia claramente de manera favorable a la economía mexicana. Así, la mayoría comentó sobre la importancia de un ajuste fiscal, en particular uno señaló que es indispensable que el déficit fiscal se

reduzca conforme a lo previsto en los Criterios Generales de Política Económica 2015, lo que implicaría recortes de gasto ante el compromiso de no subir impuestos. Asimismo, otro miembro agregó que es importante adecuar las finanzas públicas a la realidad actual y que un ajuste fiscal evitaría un posible deterioro de la confianza y dotaría de mayor margen de maniobra para hacer frente a un entorno externo e interno más complicado de lo previsto hasta hace poco. Ante ello, uno mencionó que es bienvenido el posible ajuste al gasto que ha venido anticipando la SHCP. Adicionalmente otro explicó que el ajuste en la demanda agregada pública libera presiones sobre las tasas de interés y contribuye a acomodar el choque al tipo de cambio real, resultando en un ajuste posiblemente menos costoso en términos de actividad económica. Adicionalmente, este miembro precisó la importancia de que el ajuste de gasto, en ese caso, recaiga sobre el corriente y no el de inversión, toda vez que la inversión pública, medida por la metodología de cuentas nacionales, ha venido reduciéndose considerablemente desde el año 2009, lo cual podría incluso resultar adverso para cerrar la brecha intertemporal en las finanzas públicas e, incluso, generar presiones inflacionarias en el futuro.

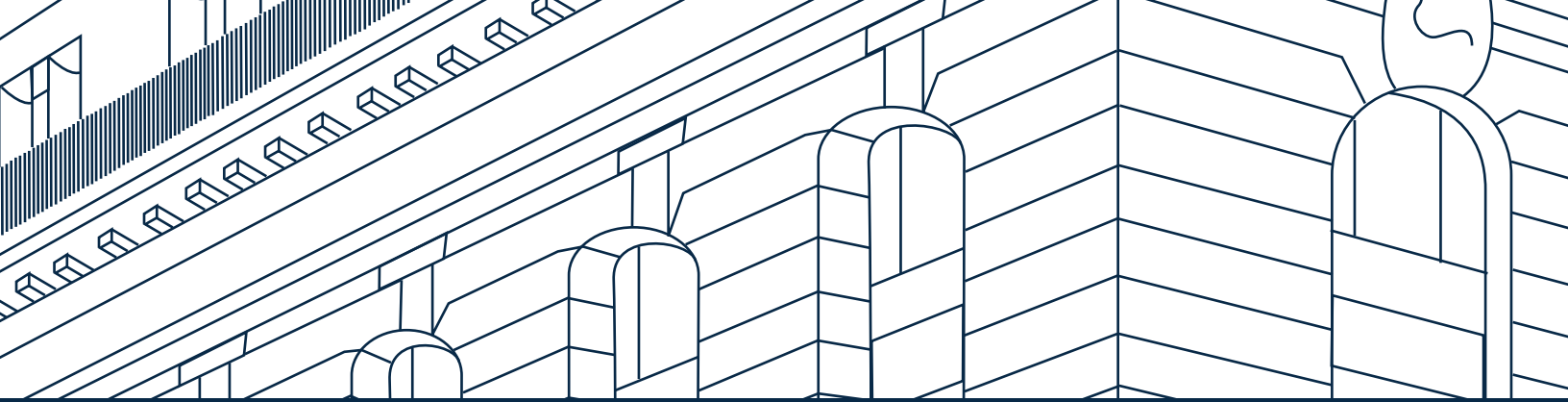
La mayoría de los miembros destacó que la política monetaria enfrentará un entorno difícil durante 2015. No obstante, señaló que el logro de la meta de 3 por ciento durante este año es viable. Por su parte, uno de los miembros consideró que la postura de la política monetaria se ha relajado, en especial en términos relativos, considerando las perspectivas de apretamiento en Estados Unidos. Asimismo afirmó que es necesario enviar una señal al mercado de la intención de elevar próximamente el objetivo de la tasa de interés de referencia. Dicha señal debería incluir dos mensajes: primero, que se tratará del inicio de un ciclo alcista de la tasa de interés que permita el ajuste de las condiciones monetarias holgadas; y segundo, que se procurará adelantarse a la decisión del Banco de la Reserva de Estados Unidos, sobre todo a la luz de la última reunión de este banco central, con el fin de consolidar la baja de la inflación y proteger la estabilidad financiera en México. No obstante otro miembro aclaró que a pesar de que la tasa de interés de referencia ha permanecido sin cambios, la reciente reducción de la inflación implica un apretamiento gradual en las condiciones monetarias, toda vez que dio lugar a un aumento en la tasa de interés real de fondeo interbancario a un día de más de un punto porcentual. Asimismo, indicó que este hecho es un primer paso para el

proceso de normalización de las tasas de interés en México. Al respecto, afirmó que no existe espacio para un relajamiento adicional de la política monetaria. Otro comentó que bajo estas circunstancias, era imprescindible apearse a un enfoque de política monetaria que no descarte la posibilidad de acciones que se adelanten a posibles choques externos sobre la economía, y de ajustes en las tasas de interés en situaciones de riesgo para la estabilidad financiera, aún si las presiones sobre la inflación parecieran contenidas. Añadió que el fortalecimiento del marco macroeconómico debe ir acompañado de una evaluación cuidadosa de los riesgos en el sistema financiero, de una implementación adecuada de las reformas estructurales y de esfuerzos por mejorar el marco institucional. Finalmente, uno más advirtió la dificultad de anticiparse a las acciones de política monetaria en Estados Unidos, al haber bastante incertidumbre respecto de la fecha de su implementación, y señaló que el Banco de México debería de mantener como su guía de política el anclaje de las expectativas de inflación y la convergencia de ésta a su objetivo.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

Hacia adelante, se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, el desempeño del tipo de cambio y su posible efecto sobre la inflación, así como la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista. 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 12 de febrero de 2015

