

# Informe Trimestral

Julio – Septiembre 2017

## Resumen

La economía mexicana se ha visto afectada, desde finales de 2014, por diversos choques que han impactado a la inflación de manera importante. En particular, en los últimos meses de 2014 y durante 2015, la disminución de los precios del petróleo, entre otros factores, causó una importante depreciación del tipo de cambio real. Adicionalmente, durante 2016 prevaleció un entorno externo complejo asociado principalmente al proceso electoral en Estados Unidos, que generó un aumento en la volatilidad en los mercados financieros nacionales y una depreciación adicional de la moneda al conducir a un entorno de incertidumbre respecto a la relación bilateral de nuestro país con Estados Unidos. Como resultado de lo anterior, se observó un ajuste en los precios relativos, impulsando la inflación por arriba del objetivo de 3.0 por ciento desde finales de 2016. Posteriormente, en enero de 2017, la tendencia al alza que había presentado la inflación general se vio exacerbada principalmente por el efecto de la liberalización en los precios de algunos energéticos en el país así como, en los siguientes meses, por choques adicionales de diversa índole que impactaron a la inflación no subyacente. En este entorno, el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 las medidas conducentes para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de esta secuencia de choques se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En su toma de decisiones, la Junta de Gobierno ha considerado que las medidas de política monetaria inciden con un rezago sobre el comportamiento de la inflación, a través de distintos canales de transmisión. Dichos canales han venido operando cabalmente durante 2017. Las acciones de política monetaria han contribuido a que se haya observado un anclaje de las expectativas de inflación, una moderación en la demanda por crédito, y una significativa apreciación del peso frente al dólar desde mediados de enero y hasta finales de septiembre de 2017, si bien esta recientemente se revirtió de forma parcial.

Así, la postura de política monetaria que se ha adoptado condujo a que la inflación general anual alcanzara un máximo en agosto de 2017, registrando un nivel de 6.66 por ciento, para después disminuir a 6.35 por ciento en septiembre, ubicándose en 6.37 por ciento en octubre, este último cambio reflejando fundamentalmente la evolución de la inflación no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente anual exhibió reducciones en septiembre y en octubre, ubicándose en los periodos referidos en 4.80 y 4.77 por ciento, respectivamente, tras haberse situado en 5.00 por ciento en agosto. El cambio de tendencia de la inflación ha sido resultado, principalmente, de dos factores. En primer lugar, del desvanecimiento parcial de los ajustes en precios relativos derivados de la secuencia de choques que impactaron a la inflación y que la desviaron temporalmente de su objetivo permanente de 3.0 por ciento desde finales de 2016. En segundo lugar, del efecto de los incrementos en la tasa de interés de referencia que este Banco Central comenzó a implementar desde diciembre de 2015 y que, dado el rezago con el que dichos ajustes se manifiestan sobre la inflación, se ha empezado a reflejar recientemente en menores niveles, tanto de la inflación general, como de la subyacente.

Después de haber anunciado incrementos en la tasa de referencia que acumularon 400 puntos base desde diciembre de 2015, en el periodo que se reporta en este Informe la Junta de Gobierno del Banco de México consideró que a pesar de la elevación de algunos riesgos, la postura de política monetaria adoptada a partir de dichas acciones seguía siendo congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3.00 por ciento a finales de 2018, por lo que decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.00 por ciento. Cabe destacar, no obstante, que ante los riesgos que persisten al respecto, el Banco de México estará vigilante para asegurar que se mantenga una política monetaria prudente.

Lo anterior se dio en un entorno en el que la actividad económica mundial continuó expandiéndose, reflejando un ritmo de crecimiento más generalizado tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. Esta expansión siguió reflejando el repunte del comercio internacional, la producción industrial y la inversión de los negocios. Para el resto de 2017

y 2018, se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. Por su parte, a pesar de la menor holgura en la utilización de recursos, la inflación se mantuvo baja en las principales economías avanzadas.

En este escenario de mayor recuperación económica, condiciones monetarias aún acomodaticias, y la expectativa de posibles estímulos fiscales, los precios de los activos financieros continuaron aumentando en la mayoría de las economías avanzadas y en algunas emergentes. No obstante, no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad.

En un contexto de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la posibilidad de una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país, e incertidumbre con relación al proceso de renegociación del TLCAN, la cotización del peso frente al dólar registró una depreciación e incrementos en su volatilidad a partir de finales de septiembre. Asimismo, se observó cierto deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario. Derivado de lo anterior, con el objeto de procurar un funcionamiento más ordenado en dicho mercado, el 25 de octubre pasado la Comisión de Cambios anunció que aumentaría las subastas de coberturas cambiarias liquidables por diferencia en moneda nacional por un monto de 4,000 millones de dólares y que se llevarán a cabo en parcialidades semanales de acuerdo a un calendario preestablecido. Por su parte, las tasas de interés aumentaron de manera diferenciada: las de corto plazo (1 año y menores) subieron ligeramente, mientras que las de mediano y largo plazo, de dos años en adelante, registraron incrementos mayores. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos presentó cierto empinamiento, que habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado. Asimismo, los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos aumentaron.

En el tercer trimestre de 2017, la actividad económica nacional presentó una contracción, lo que contrasta con el dinamismo que exhibió en la primera mitad del año. Este comportamiento reflejó tanto la desaceleración de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos temporales de los sismos ocurridos en septiembre y la reducción en la producción petrolera en ese mes.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

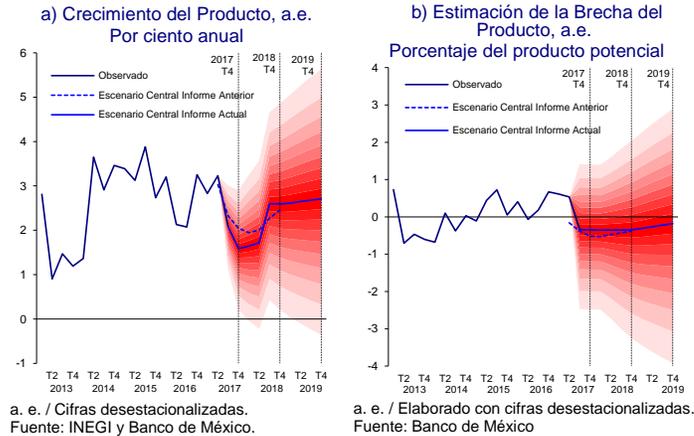
**Crecimiento del Producto:** El intervalo para la expectativa de expansión del PIB para 2017 se revisa de uno de entre 2.0 y 2.5 por ciento en el Informe precedente, a uno de entre 1.8 y 2.3 por ciento en el actual. Este ajuste responde a que la actividad productiva en el tercer trimestre mostró una desaceleración mayor a la esperada en el Informe previo, en buena medida ante los efectos de los sismos de septiembre y la pronunciada contracción de la plataforma petrolera en ese mismo mes. Las consecuencias sobre la actividad económica de los terremotos parecerían haber sido moderadas y transitorias. Así, las previsiones de crecimiento para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, de modo que se continúa anticipando que el crecimiento del PIB se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento en 2018, en tanto que para 2019 se prevé una tasa de expansión de entre 2.2 y 3.2 por ciento (Gráfica 1a).

De acuerdo a la nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base a 2013, en algunos de los últimos trimestres la estimación de la brecha del producto se ha situado ligeramente en terreno positivo. No obstante, la contracción de la actividad en el tercer trimestre de 2017 implicó que esta disminuyera y se ubicara nuevamente en niveles negativos cercanos a cero. En el horizonte de pronóstico se prevé que la estimación de la brecha permanezca en niveles ligeramente inferiores a cero, si bien por arriba de los estimados en el informe previo, como consecuencia de la revisión de cifras. De este modo, las previsiones para el crecimiento descritas no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios (Gráfica 1b).

**Empleo:** El comportamiento del número de puestos de trabajo registrados en el IMSS ha continuado mostrando un dinamismo mayor al que sugeriría el crecimiento económico y mayor al previamente anticipado, por lo que las previsiones de este indicador se revisan al alza respecto al Informe previo.

Para 2017 se anticipa un aumento de entre 720 y 790 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS (entre 660 y 760 mil en el Informe previo). Para 2018, se anticipa un aumento de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo (entre 670 y 770 mil en el Informe previo). Para 2019, se estima que los puestos de trabajo afiliados al IMSS se incrementen en entre 690 y 790 mil plazas.

**Gráficas de Abanico 1**



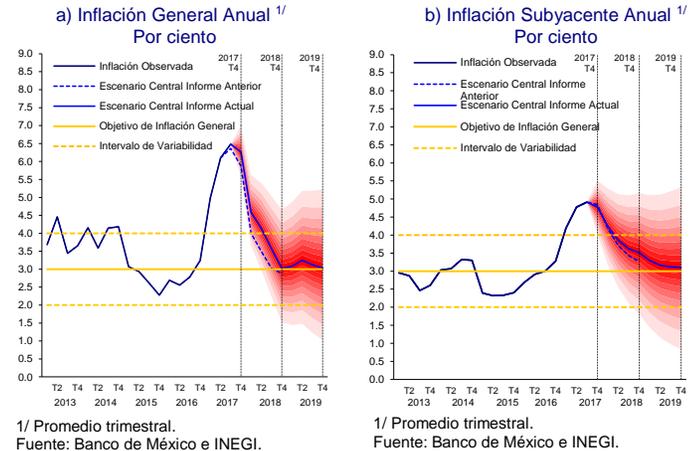
**Cuenta Corriente:** Para 2017 se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 11.0 y de 19.4 miles de millones de dólares (0.9 y 1.7 por ciento del PIB, respectivamente). Para 2018, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.1 y 25.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.0 y 2.1 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2019 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.5 y 30.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

El balance de riesgos para el escenario de crecimiento se ha deteriorado y se encuentra sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja destacan: i) que la renegociación del TLCAN no sea favorable para el sector productivo mexicano o que incluso resulte en su cancelación; ii) que ante la incertidumbre relacionada con la renegociación del TLCAN diversas empresas pospongan aún más sus planes de inversión en México o que los consumidores reduzcan precautoriamente su gasto; iii) que se observen episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México; iv) que el próximo proceso electoral en México genere volatilidad en los mercados financieros nacionales, y que ello incida adversamente en la evolución del gasto privado; v) que la inseguridad pública se torne en un factor más relevante para la actividad productiva. Entre los riesgos al alza sobresalen: i) que la renegociación del TLCAN sea detonante de inversión, tanto en nuevas áreas de oportunidad, como en aquellas previamente contempladas en el Acuerdo; ii) que la implementación de las reformas estructurales produzca resultados superiores a los esperados; iii) que el esfuerzo de reconstrucción asociado a los desastres naturales en México y Estados Unidos tenga un efecto mayor al anticipado sobre la actividad.

**Inflación:** Respecto al pronóstico dado a conocer en el Informe anterior, el escenario actual considera que la inflación no subyacente tendrá una reducción menor a la anticipada en lo que resta de 2017 y en la mayor parte de 2018. Ello se explica por los incrementos que recientemente volvieron a presentar los precios de algunos productos agropecuarios y, en particular, los energéticos. En lo que respecta a la inflación subyacente, se anticipa para lo que resta de 2017, una disminución ligeramente más pronunciada a la que se había estimado, derivada de una mejor evolución a la prevista de los precios de las mercancías. No obstante, para 2018 las previsiones para el comportamiento de la inflación subyacente son ligeramente más elevadas a las anteriormente consideradas, reflejando el impacto que tendría la reciente reversión del tipo de cambio sobre los precios de las mercancías. Como resultado de lo anterior, se prevé que hacia finales de 2017 la inflación general anual continúe exhibiendo una tendencia a la baja, la cual se espera se acentúe durante el próximo año, de manera que esta alcance la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento en el último trimestre de 2018, y ya no en el tercero, como se había considerado previamente. En 2019, se espera que la inflación general anual fluctúe alrededor de dicho objetivo. (Gráfica 2a y 2b). Cabe señalar que si bien el incremento que se otorgó al salario mínimo con vigencia a partir de diciembre del presente año pudiera llegar a afectar ligeramente al alza el cierre de la inflación general anual en 2017, no se prevé que

modifique significativamente la trayectoria esperada de convergencia de la misma a la meta de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos. Los principales al alza son: i) que se registre una depreciación adicional de la moneda nacional; ii) que los precios de algunos bienes agropecuarios aumenten, si bien el impacto de ello sobre la inflación sería transitorio; iii) que continúen presentándose presiones importantes al alza en los precios de algunos energéticos, en particular del gas L.P.; iv) tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra podría reflejarse en la inflación. Entre los riesgos a la baja se encuentran: i) que un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del TLCAN conduzca a una apreciación de la moneda nacional; ii) que las reformas estructurales den lugar a disminuciones adicionales en diversos precios; iii) que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado. Dado que algunos riesgos al alza han ido ganando relevancia, se considera que el balance de riesgos con relación a la trayectoria esperada para la inflación por el Instituto Central se deterioró y tiene un sesgo al alza en el horizonte en el que actúa la política monetaria.

**Gráficas de Abanico 2**



Tomando en cuenta lo presentado en este Informe, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial, considerando el balance de riesgos antes descrito, de cambios futuros en la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios y de la evolución de la brecha del producto, así como del comportamiento de presiones salariales potenciales. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

Las reformas estructurales que están siendo implementadas, en conjunto con una política económica encaminada a mantener un entorno de solidez macroeconómica, han contribuido a que la economía mexicana se haya mostrado resiliente ante los choques adversos ya mencionados, permitiendo que esta mantenga una trayectoria de crecimiento. Ello incluso considerando que reformas de gran envergadura como las aprobadas requieren de un prolongado periodo de implementación y que su impacto pleno sobre el crecimiento económico y el bienestar de la población debe evaluarse desde una perspectiva de largo plazo. No obstante, un entorno de inseguridad pública y de falta de plena vigencia del estado de derecho impide que condiciones necesarias, mas no suficientes, para el crecimiento económico como son la estabilidad macroeconómica o un mejor funcionamiento de ciertos mercados, se reflejen en mayor inversión y mayor productividad. El crecimiento de la productividad es, en última instancia, el único modo de obtener una mayor expansión de la economía de manera sostenible y, por lo tanto, de incrementar las remuneraciones laborales y el bienestar de la población sin generar presiones inflacionarias, desempleo o mayor informalidad. Así, el país debe buscar implementar reformas más profundas que provean de certeza jurídica, fortalezcan el estado de derecho, refuercen las instituciones y modifiquen el sistema de incentivos que los agentes económicos enfrentan para que se privilegie la búsqueda de creación de valor. Avances en esta dirección se tornan todavía más apremiantes ante la incertidumbre actual por la que atraviesa México respecto a la relación económica con Estados Unidos, la cual evoca la importancia de que el país diversifique y fortalezca los distintos motores de crecimiento que tiene a su disposición.