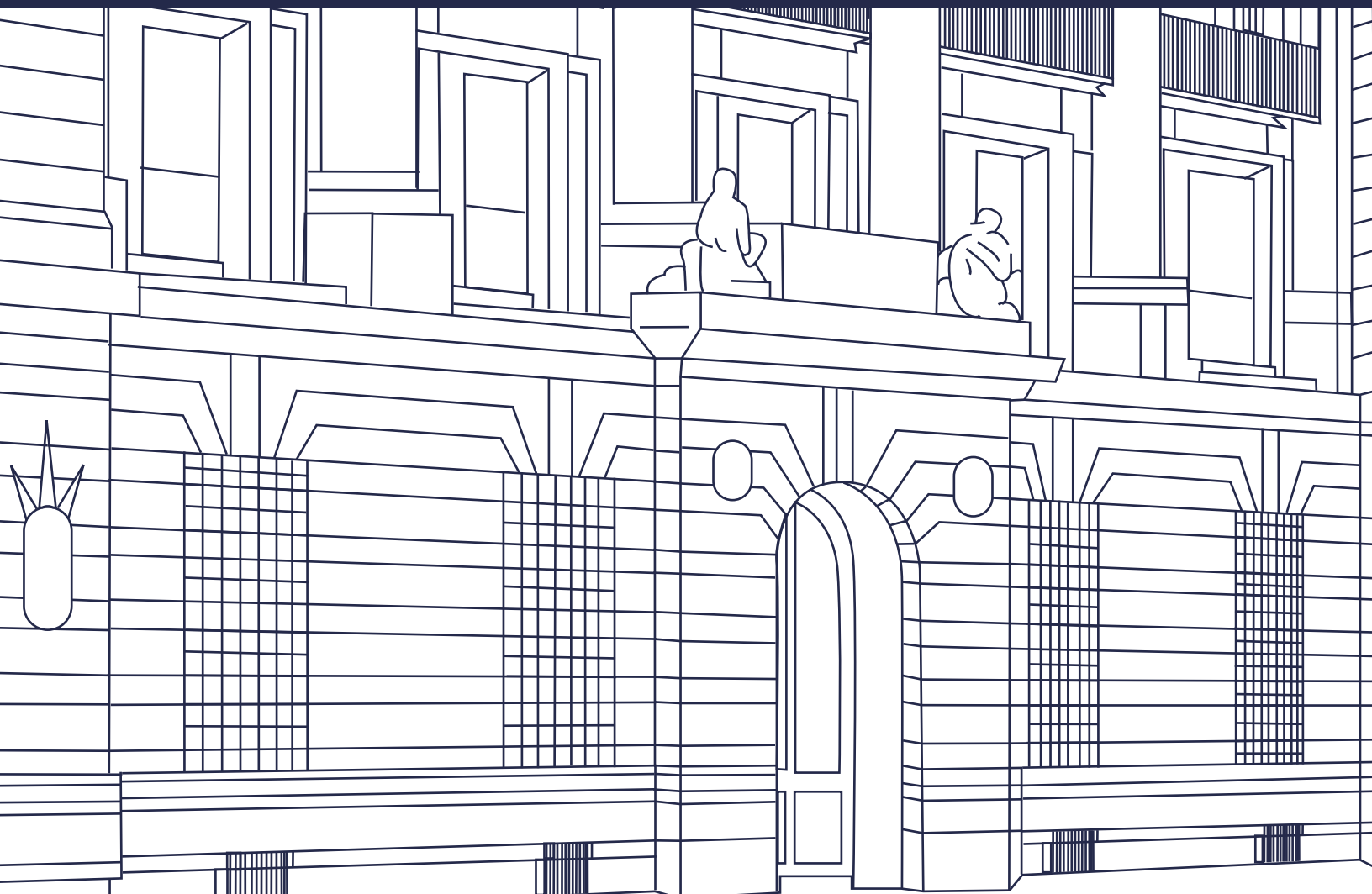




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 62

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 4 de octubre de 2018



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 3 de octubre de 2018.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Miguel Messmacher Linartas, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente 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 (ver anexo).

2. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Todos los miembros coincidieron en que en el segundo trimestre de 2018 la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo moderado, acentuándose la divergencia entre países y regiones. En este contexto, algunos miembros indicaron que las perspectivas para la actividad económica global se han deteriorado debido, en parte, a la materialización de algunos riesgos, tal como el de la intensificación de tensiones comerciales. Asimismo, algunos coincidieron en que el balance de riesgos para la economía global continúa presentando un sesgo a la baja. Todos consideraron que la economía mundial está sujeta a una marcada incertidumbre y que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento adicional de las disputas comerciales; ii) un mayor apretamiento en las condiciones financieras; y, iii) factores políticos y geopolíticos.

En cuanto al riesgo de mayores medidas proteccionistas, algunos resaltaron que el número y la intensidad de estas acciones han venido creciendo de manera importante. Además, mencionaron que la evidencia apunta a que dichas medidas ya están teniendo un impacto en el

volumen de comercio mundial y en el gasto de capital, así como en los indicadores de producción y de confianza de los negocios y de los hogares. Uno afirmó que los indicadores disponibles sugieren que el efecto de estas medidas ha comenzado a manifestarse en economías y regiones más allá de las directamente involucradas. La mayoría apuntó que la intensidad de las tensiones comerciales ha mostrado ciertas diferencias para algunos países. En algunos casos parece haberse atenuado, como se observa en los avances en las negociaciones comerciales entre México, Estados Unidos y Canadá, mientras que en otros, como la disputa comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones se han agudizado. Uno resaltó la relevancia de esto último para la economía mundial, debido al tamaño de las economías involucradas y a su elevada participación en las cadenas globales de valor.

Respecto del segundo riesgo para la economía global, la mayoría apuntó la posibilidad de que la economía estadounidense enfrente presiones inflacionarias mayores a las previstas, resaltando un miembro que esto podría propiciar incrementos considerables en la curva de rendimientos. Con relación al riesgo por factores políticos y geopolíticos, algunos mencionaron que en la zona del euro se han incrementado algunas vulnerabilidades asociadas a tensiones internas y a divergencias políticas, dando como ejemplo aquellas ligadas a la aprobación del presupuesto gubernamental en Italia, al Brexit, a las elecciones intermedias en Estados Unidos en el mes de noviembre y a las elecciones presidenciales en Brasil.

Además de los riesgos mencionados, algunos miembros agregaron la posibilidad de que continúe la tendencia alcista de las cotizaciones internacionales del petróleo y otros energéticos, lo que podría afectar a la actividad económica y a la inflación a nivel global. Al respecto, uno precisó que el aumento en los precios del petróleo obedece a varios factores que han confluído, entre ellos, la mayor demanda en Estados Unidos, la rigidez en la oferta de los países de la OPEP y los efectos de las sanciones impuestas a Irán.

La mayoría señaló que se ha acentuado la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. En particular, mencionó que, en contraste con la zona del euro, Japón y el Reino Unido, que han crecido por debajo de lo previsto, en Estados Unidos la expansión de la actividad económica ha sido elevada, en parte en respuesta al estímulo fiscal adoptado. La mayoría

advirtió que, en un contexto de baja holgura, el mayor dinamismo de la economía estadounidense podría causar mayores presiones sobre la inflación. Respecto a las perspectivas de crecimiento para esta economía, señaló que se prevé que siga expandiéndose a un ritmo elevado durante los siguientes semestres. Algunos destacaron que lo anterior obedece a la fortaleza del consumo y la inversión en ese país, asociada con los altos niveles que presentan los indicadores de confianza de los hogares y de los negocios, así como los bajos niveles de desempleo. No obstante, otro miembro comentó que en el mediano plazo la posición cíclica de esa economía podría empezar a ser un factor que reduzca su dinamismo. En cuanto a otras economías avanzadas, un miembro señaló que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro, Japón y Reino Unido durante este año, propició que se ajustaran a la baja las proyecciones de crecimiento, incluso por debajo de su potencial. Finalmente, algunos mencionaron que, en la mayoría de las economías avanzadas, los mercados laborales presentan condiciones de mayor apretamiento, con niveles de desempleo por debajo de su tasa natural. Uno de ellos añadió que hasta ahora no se perciben presiones sobre los salarios.

En lo referente a las economías emergentes, un miembro señaló que estas presentaron un dinamismo menor al observado en trimestres previos y han enfrentado un apretamiento de las condiciones financieras, en un escenario en el que se percibe que las economías avanzadas elevarán sus tasas de interés. En el caso de la economía china, algunos indicaron que ha resentido la intensificación de las tensiones comerciales con Estados Unidos y el entorno de incertidumbre que ello genera. Al respecto, señalaron que, en particular, se han visto afectados las perspectivas para la actividad manufacturera, el gasto de capital y la confianza de los negocios. La mayoría añadió que los indicadores económicos para otros países emergentes, especialmente Argentina y Turquía, se han deteriorado. En este contexto, uno destacó que aunque los problemas difieren entre las economías, podrían mencionarse dos elementos en común: un inadecuado manejo macroeconómico, especialmente fiscal, y una debilidad institucional, en particular, en lo referente a la independencia del banco central. En cuanto a las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, uno apuntó que estas se han revisado a la baja y que se observan mayores diferencias entre países. Mencionó que en América Latina se han revisado a la baja las expectativas de crecimiento debido a la desaceleración en el comercio global y a diversos

factores idiosincrásicos, mientras que otro detalló que las perspectivas de crecimiento para la mayoría de los países exportadores de petróleo han mejorado de forma significativa.

Algunos miembros señalaron que en las principales economías avanzadas la inflación general continúa convergiendo a los objetivos de sus respectivos bancos centrales, si bien uno de ellos agregó que la inflación subyacente ha permanecido por debajo de dichos objetivos. Algunos precisaron que en Estados Unidos la inflación ha fluctuado alrededor de su meta, mientras que en la zona del euro y en Japón se ha mantenido por debajo de las metas de sus bancos centrales. En este contexto, algunos mencionaron que dado el apretamiento de los mercados laborales en estas economías, se prevé que en el futuro los salarios empiecen a tener mayores efectos sobre los precios. Respecto a las economías emergentes, algunos mencionaron que la inflación ha mostrado una gradual tendencia al alza. Uno aclaró que en estas economías el panorama para la inflación es heterogéneo y que en varias los riesgos de una mayor inflación han aumentado. En este sentido, otro comentó que las presiones relacionadas con la depreciación de los tipos de cambio podrían deteriorar aún más las perspectivas de inflación para las economías emergentes. Considerando todo lo anterior, la mayoría comentó que la inflación mundial ha aumentado, y que los mayores precios de los energéticos contribuyeron a ello. Asimismo, algunos recalcaron que los bancos centrales tanto de economías avanzadas, como de emergentes, han enfatizado posibles presiones inflacionarias en el corto plazo por el escalamiento de tensiones comerciales. Finalmente, uno de ellos advirtió que para el corto plazo el balance de riesgos para la inflación global está sesgado al alza, aunque de forma diferenciada.

Todos señalaron la perspectiva de una divergencia en el ritmo de normalización de la política monetaria entre las principales economías avanzadas. Algunos apuntaron que esta divergencia refleja las diferentes fases del ciclo de negocios en que dichas economías se encuentran. En el caso de Estados Unidos, la mayoría recalcó que, como se anticipaba, la Reserva Federal incrementó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión de septiembre y reiteró su previsión de aumentos graduales para dicha tasa, lo cual propició un aumento en las tasas de interés en todos sus plazos. Un miembro agregó que lo anterior ocurrió en mayor medida en las tasas de interés de corto plazo, con lo cual la curva de rendimientos se mantuvo relativamente plana. En

particular, expuso que la tasa a 5 años ya alcanzó niveles superiores a 3%, mientras que las tasas de interés a 30 años ya rebasaron 3.3%. Añadió que este nivel muestra que aún se mantienen primas por plazo bajas. La mayoría destacó el riesgo de una normalización de la política monetaria más rápida de lo esperado en Estados Unidos, en caso de que se observen sorpresas inflacionarias. Uno de ellos señaló que estas podrían ser resultado de presiones de demanda, dada la poca holgura en dicha economía, o del traspaso a los precios finales de los aranceles a las importaciones que se han impuesto en ese país. Al respecto, otro hizo referencia a la discusión acerca del proceso de formación de precios en Estados Unidos y al aplanamiento de la curva de Phillips, que sugiere que la respuesta de la inflación a las condiciones de holgura ha sido muy pequeña. Señaló que se han propuesto varias explicaciones para este fenómeno, como son: el efecto disciplinador de la globalización sobre los precios y salarios, los aumentos de productividad asociados a la automatización, la posición monopsonica de grandes empresas en los mercados laborales, y los efectos a través del tiempo sobre la formación de precios de la existencia de grandes empresas de comercio minorista de venta por internet. Señaló, sin embargo, que, a pesar de dichas explicaciones, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca del proceso de formación de precios en Estados Unidos, lo que aumenta la probabilidad de observar sorpresas inflacionarias. Subrayó que el riesgo no es que la inflación aumente en un entorno en que la normalización de la política monetaria proceda de manera gradual y transparente, sino que ocurran sorpresas inflacionarias. Por otra parte, algunos apuntaron que, en contraste con lo previsto para Estados Unidos, en Japón y la zona del euro se esperan ajustes de política monetaria apenas moderados y en un plazo más largo. Asimismo, uno de ellos mencionó que en Inglaterra, el Banco Central ha mantenido el ritmo previsto de normalización, a pesar de las presiones inflacionarias que enfrenta. Finalmente, señaló que entre los países emergentes también se anticipan posturas monetarias más restrictivas. En particular, resaltó el caso de Argentina, cuyo banco central adoptó en los últimos días un esquema de política monetaria basado en un objetivo para la base monetaria.

Todos los miembros señalaron que en las últimas semanas los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad y consideraron que los precios de los activos de las economías emergentes registraron un desempeño negativo. Algunos indicaron que lo anterior aconteció en un

entorno de fortaleza del dólar estadounidense y de aumentos generalizados en las tasas de interés. La mayoría comentó que la reducción en el apetito por riesgo que se ha venido dando en los últimos meses ya ha dado lugar a reacomodos de portafolios de inversión y salidas de capital de algunas economías emergentes. Al respecto, la mayoría añadió que se observaron diferencias entre dichas economías de acuerdo a sus fundamentos macroeconómicos y a factores idiosincrásicos. Algunos destacaron que en lo sucesivo se prevé un entorno de mayores tasas de interés externas y apreciación del dólar, lo cual conlleva mayores restricciones a las condiciones de financiamiento, afectando particularmente a las economías emergentes. Respecto de los riesgos para los mercados financieros internacionales, la mayoría resaltó aquellos previamente descritos para el crecimiento económico global, y además añadió aquellos asociados con movimientos pronunciados en dichos mercados, con implicaciones de consideración para los precios de los activos financieros.

La mayoría mencionó que la información disponible sugiere que a principios del tercer trimestre de 2018 la actividad económica en México se expandió, luego de la contracción registrada en el segundo trimestre. Uno de ellos detalló que dicha contracción había sido precedida por un par de trimestres de recuperación en el crecimiento económico. Por el lado de la demanda agregada, la mayoría destacó el mayor dinamismo de las exportaciones. En cuanto al consumo, algunos señalaron que los indicadores oportunos sugieren una reactivación moderada tras el estancamiento observado en el trimestre anterior. Por su parte, algunos coincidieron en que la inversión siguió mostrando atonía. Por el lado de la producción, la mayoría sostuvo que su desempeño se explica por el crecimiento de los servicios y cierta recuperación de la actividad industrial. En particular, un miembro mencionó el cambio de tendencia favorable de la construcción, mientras que algunos notaron la recuperación de las manufacturas y el continuo deterioro de la minería. Al respecto, uno de ellos aclaró que el deterioro se ha dado, particularmente, en la extracción de crudo.

Uno de los miembros indicó que, después de las fluctuaciones observadas en meses previos como resultado, fundamentalmente, de los desastres naturales de finales de 2017, es previsible que la trayectoria de la actividad económica se regularice a lo largo del segundo semestre del año. En línea con lo anterior, otro apuntó que, después de la revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento

dada a conocer en el pasado Informe Trimestral, se mantiene el escenario central para el crecimiento tanto para 2018 como para 2019. Uno agregó que se confirma la expectativa de un crecimiento del producto ligeramente por debajo del potencial, tanto en este año como en el siguiente. De esta forma, la mayoría sostuvo que es previsible que el crecimiento del producto se ubique en 2018 y 2019 dentro de los rangos anunciados en el último Informe Trimestral, de 2.0 a 2.6% y de 1.8 a 2.8%, respectivamente. Algunos comentaron que el pronóstico para 2019 está sujeto a un elevado grado de incertidumbre e incorpora diversos retos, entre los cuales destacan la implementación de la política pública que enfrentará la administración entrante, cierta debilidad de los componentes de la demanda agregada y la baja producción de la plataforma petrolera.

La mayoría consideró que, ante el entorno complejo que enfrenta la economía, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, si bien en el margen este sesgo ha disminuido debido al acuerdo comercial recientemente alcanzado con Estados Unidos y Canadá. Uno mencionó que el anuncio es, sin lugar a duda, una noticia positiva que puede contribuir a fortalecer la confianza en el país. Otro detalló que, si bien la ratificación del acuerdo todavía llevará un periodo prolongado, lo cual puede dar lugar a incertidumbre, esta debería disminuir de manera importante frente a la observada antes de dicho anuncio, proporcionando un estímulo a la demanda interna y, especialmente, a la inversión privada. La mayoría comentó que aún existe el riesgo de que se prolongue o no se ratifique el acuerdo, o que se presenten retos en algunos rubros para su implementación. Por otra parte, además de los riesgos globales descritos anteriormente, algunos añadieron como un riesgo adicional para el crecimiento la desaceleración del gasto público que generalmente se observa al inicio de una nueva administración. En el mismo sentido, la mayoría apuntó que aún se desconocen detalles importantes sobre la agenda económica que emprenderá la próxima administración. Aunado a lo anterior, algunos mencionaron que otro riesgo es el que la plataforma de producción petrolera continúe significativamente por debajo de lo programado. Entre los riesgos para el crecimiento de mediano y largo plazos, algunos mencionaron la posible pérdida de eficiencia y productividad de la economía mexicana, así como una afectación de la competitividad por factores internos tales como el agravamiento de la inseguridad pública. Uno de ellos agregó también la corrupción, la impunidad y la falta de estado de derecho, lo que afecta las perspectivas de inversión. Otro destacó como

riesgos la desviación del proceso de consolidación fiscal en curso y políticas públicas que afecten el crecimiento potencial, así como una eventual desaceleración de la economía estadounidense.

La mayoría de los miembros estimó que las condiciones de holgura en la economía se mantuvieron en niveles similares a los observados en el segundo trimestre del año, precisando que las condiciones cíclicas de la economía siguieron mostrando un relajamiento con respecto a los niveles registrados a principios del año en curso. Uno destacó que lo anterior es notorio en prácticamente todos los grupos de indicadores de holgura que monitorea el Banco de México, con excepción de aquellos relacionados con el mercado laboral. No obstante, otro precisó que los distintos indicadores sugieren, en la actualidad, una brecha del producto alrededor de cero. Con relación al mercado laboral, algunos comentaron que este continúa mostrando condiciones estrechas. Al respecto, uno de ellos señaló que la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos, y que, si bien no ha mostrado descensos adicionales, esta ha fluctuado alrededor de su nivel actual durante un periodo relativamente prolongado. Agregó que los costos laborales unitarios para la economía en su conjunto han aumentado recientemente, si bien esto se ha presentado a partir de niveles reducidos y, en general, no se observan presiones salariales excesivas. Por su parte, otro miembro sostuvo que los salarios han mostrado cierto aumento y que por ello, las revisiones salariales deberán ser evaluadas, a fin de identificar cabalmente sus efectos en la formación de precios. En este sentido, argumentó que es relevante que las diversas alternativas que se planteen para las revisiones salariales estén asociadas a ganancias en productividad y que no generen presiones generalizadas de costos en la economía. Otro mencionó que, en su opinión, son más preocupantes las presiones de demanda que de ello pudieran derivarse. Por último, en cuanto a las perspectivas para las condiciones cíclicas, algunos miembros manifestaron que, de materializarse las expectativas de crecimiento para el resto de este año y el siguiente, se observarían condiciones de holgura menos estrechas en los próximos trimestres, si bien uno de ellos puntualizó que estas serían consistentes con una brecha de producto no muy lejana a cero.

La mayoría señaló que la inflación general se ha visto afectada por los aumentos considerables del componente no subyacente, enfatizando que desde junio se han venido observando incrementos mayores a los previstos en los precios de los

energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P. Notó que estos incrementos tienen su origen en aumentos en las referencias internacionales, aclarando que el ajuste gradual en la determinación de los precios internos de las gasolinas ha propiciado que el impacto sea más persistente. Algunos comentaron que la contribución de los energéticos al aumento de la inflación general en la primera quincena de septiembre fue muy elevada y superior a la registrada en enero de 2017. Uno precisó que en esta quincena los precios de las gasolinas registraron una variación anual superior a 21% y los del gas L.P. superior al 26%. En este contexto, algunos mencionaron que la inflación general anual pasó de 4.85% a 4.88% entre la primera quincena de julio y la primera quincena de septiembre, mientras que la no subyacente aumentó de 8.52% a 8.90% durante el mismo lapso. Respecto a la evolución de la inflación subyacente, la mayoría recalcó que se ha comportado en congruencia con lo previsto. Mencionó que disminuyó de 3.64% a 3.56% entre la primera quincena de julio y la primera quincena de septiembre. No obstante, apuntó que su ritmo de disminución se ha frenado debido a los efectos indirectos de la inflación no subyacente sobre los costos de producción, añadiendo un integrante que la inflación subyacente ha mostrado un elevado grado de persistencia, a pesar de la desaceleración de la actividad productiva y de la evolución relativamente más favorable del tipo de cambio. Agregó que la inflación subyacente fundamental, obtenida del indicador de precios, que se construye a partir de los genéricos que más responden al ciclo económico, se ha situado entre 3.4% y 3.45% en los últimos cinco meses.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 se ajustaron de 4.25 a 4.50% de julio a septiembre, mientras que las correspondientes al cierre de 2019 aumentaron de 3.60 a 3.70% en el mismo periodo. Uno detalló que estas han reflejado los choques antes descritos. La mayoría destacó que las expectativas para el mediano y largo plazos permanecieron alrededor de 3.50%. Algunos enfatizaron que estas se han mantenido estables aunque por encima de la meta. A su vez, la mayoría indicó que las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2018 disminuyeron de 3.60 a 3.53% y las correspondientes al cierre de 2019 se mantuvieron prácticamente sin cambios. Finalmente, un miembro subrayó que los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales de los valores gubernamentales se mantienen elevados, sugiriendo que los mercados perciben riesgos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos.

Todos coincidieron en que, si bien los choques que experimentó la inflación en México son de naturaleza temporal, estos han retrasado la convergencia de la inflación general hacia su meta. Uno agregó que se prevé que la inflación no subyacente en los próximos meses se mantenga en niveles elevados y que siga resintiéndose las presiones en los precios de los energéticos, lo cual afectará la trayectoria de la inflación general. Otro consideró que las perspectivas para el comportamiento de la inflación en los próximos meses continúan siendo complejas. Por otro lado, la mayoría expresó que la inflación subyacente se ha mantenido cercana a los pronósticos y prevé que continúe su tendencia decreciente hacia 3%, aunque algunos mencionaron que a un ritmo más reducido.

Todos consideraron que el balance de riesgos para la trayectoria esperada de la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de incertidumbre en el que persisten riesgos externos e internos. Uno comentó que, si bien la reciente conclusión de las negociaciones de un acuerdo comercial en América del Norte mitiga algunos de los riesgos para la inflación, otros se han acentuado. Otro añadió que dicho balance se deterioró desde la decisión de política monetaria anterior, principalmente por el repunte en los precios de los energéticos y por la expectativa de que estos sigan aumentando. Un miembro sostuvo que algunos de los riesgos que se enfrentan son de naturaleza cíclica, mientras que otros son de carácter estructural. Subrayó que actualmente ambos están operando en la misma dirección y reforzándose. Entre los principales riesgos al alza, la mayoría destacó la posibilidad de que el peso mexicano se vea presionado por factores externos e internos; un posible escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global que afecte a la inflación; el riesgo de mayores presiones en los precios de los energéticos, como lo muestran las cotizaciones de los futuros para algunos de estos; una probable reversión del comportamiento favorable de los precios de los productos agrícolas; y el riesgo de que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad. Al respecto, uno detalló que se podrían dar presiones salariales como resultado de las apretadas condiciones en el mercado laboral o del anticipado ajuste del salario mínimo. Por otra parte, algunos advirtieron sobre el riesgo de un gasto público mayor al anticipado, y uno de ellos recalcó que eso podría reducir la velocidad a la que viene disminuyendo la inflación subyacente. Otro agregó el riesgo de que continúe la tendencia inercial hacia una mayor participación del gasto corriente. Algunos alertaron que, de

prolongarse durante un periodo considerable los choques de oferta— como el de los precios de los energéticos— aumentaría de manera importante la probabilidad de que se materialicen efectos de segundo orden en la formación de precios. Uno de ellos puntualizó que la mayor duración de dichos choques también podría agravar las consecuencias negativas sobre la inflación de posibles medidas proteccionistas y compensatorias. Finalmente, otro consideró que en balance, el conjunto de factores antes señalados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte contemplado en el último Informe Trimestral.

Un integrante ahondó sobre los riesgos de naturaleza más estructural. Destacó que la persistencia de la inflación actualmente es elevada y que puede ser consecuencia de diversos factores. Indicó que, en general, la persistencia se introduce en el proceso inflacionario a través de mecanismos formales e informales que buscan proteger a los agentes económicos del riesgo inflacionario y/o cambiario, y que dichos mecanismos son utilizados en contratos o en otras formas de derivar transacciones en la economía, en un contexto en donde la formación de precios no parece ser congruente con el 3%. Enfatizó que puede haber varias razones para ello, pero el que las expectativas de inflación de largo plazo se hayan situado por varios años en niveles alrededor de 3.5%, implica que los agentes económicos le asignan una baja probabilidad a que la meta de 3% para la inflación se cumpla. En este contexto, mencionó la vulnerabilidad estructural de las finanzas públicas, así como la incertidumbre sobre el manejo fiscal de la administración entrante. También consideró que el riesgo más importante es el nulo crecimiento en la productividad total de los factores en México desde hace dos décadas. Resaltó que en este entorno es difícil pensar que la economía esté en una situación favorable para absorber de manera eficiente—esto es, con poca inflación— choques adversos, como al tipo de cambio real, a los términos de intercambio, o a los precios de los energéticos y de otras materias primas. Consideró que una condición necesaria para que una economía pueda contener la inflación de manera continua y sostenida en niveles bajos, es a través de ganancias continuas en productividad. En cuanto a los riesgos a la baja, algunos destacaron que la ratificación del acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá podría tener consecuencias favorables sobre los mercados y la cotización del peso.

La mayoría señaló que desde la última decisión de política monetaria el peso mexicano mostró mayor

resiliencia que las monedas de otras economías emergentes. Atribuyó lo anterior tanto a los avances en la negociación comercial con Estados Unidos y Canadá, como al prudente manejo macroeconómico en el país, resaltando la postura monetaria adoptada por el Instituto Central. En este sentido, uno enfatizó que la postura monetaria ha permitido mantener en niveles elevados los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos, que considera es una de las principales razones que explican el mejor desempeño de los precios de los activos mexicanos. Otro añadió a los factores anteriores la conclusión del proceso electoral en México. En relación con las tasas de interés, uno indicó que las de corto plazo registraron cambios ligeros, mientras que se observaron aumentos en las tasas de mediano y largo plazos. Otro comentó que, en general, la curva de rendimientos en el país se ha mantenido relativamente plana, evidenciando que la política monetaria ha sido efectiva en contener a las expectativas de inflación y a la prima por plazo. Uno apuntó que, si bien se observaron flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros de instrumentos de renta fija, principalmente de mediano y largo plazos, los indicadores de riesgo soberano no presentaron ajustes importantes y se mantienen en niveles consistentes con el perfil de riesgo del país. La mayoría coincidió en que los mercados financieros nacionales y principalmente la cotización de la moneda nacional, podrían verse afectados por los riesgos externos e internos previamente descritos.

En este contexto, la mayoría resaltó la importancia de contar con fundamentos macroeconómicos sólidos, los cuales han permitido que la economía transite de manera ordenada en un entorno especialmente complejo. Un miembro consideró que mantener fundamentos sólidos es necesario para preservar condiciones favorables para la actividad económica y evitar vulnerabilidades que, ante la materialización de riesgos, podrían propiciar una recomposición de portafolios y salidas de capital. Por su parte, otro apuntó que acciones prudentes en materia de política monetaria son fundamentales para alcanzar y mantener la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, señaló que, en ausencia de un apoyo adecuado de la política fiscal, estas acciones tendrían costos mayores para la economía e incluso podrían resultar insuficientes. Por ello enfatizó la importancia de que, además de mantener una posición fiscal sólida en 2019, se preste una atención oportuna a los retos que enfrentan las finanzas públicas en el mediano y largo plazos. Manifestó que, a su juicio, el asunto más relevante

para las autoridades monetarias y fiscales en esta etapa es evaluar cómo preservar lo alcanzado y solventar con la suficiente antelación las tareas pendientes. En este sentido, uno advirtió que las finanzas públicas muestran un elevado grado de vulnerabilidad, señalando que en los años previos a 2017 el endeudamiento público creció de manera considerable. En particular, mencionó que de 2007 a 2016 el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) aumentó de 28.8% a 48.7% del PIB, y que de 2013 a 2016 pasó de 37.2% a 48.7% del PIB. Agregó que, si bien en 2017 el SHRFSP mostró una reducción, estimó que es difícil que esta sea sostenible debido a que se basó en gran medida en recortes a la inversión pública, que actualmente se encuentra en niveles muy bajos. Alertó que dada la situación fiscal del país, y considerando la previsión de que continúe el proceso de alzas en las tasas de interés internacionales, las condiciones de acceso a financiamiento pueden tornarse más desfavorables. Asimismo, consideró que a la vulnerabilidad estructural de las finanzas públicas se añade la incertidumbre sobre el manejo fiscal de la administración federal entrante. Otro miembro comentó que el presidente electo y su equipo de transición han manifestado su compromiso por preservar finanzas públicas sanas. No obstante, enfatizó que es necesario conocer con detalle las políticas públicas de la nueva administración y sus efectos potenciales sobre la productividad y competitividad del país. Uno afirmó que los mercados financieros descuentan que se mantendrá una posición fiscal sólida.

Profundizando sobre los retos estructurales que enfrenta la economía nacional, un miembro subrayó el nulo crecimiento que ha mostrado la productividad total de los factores (PTF) en las últimas dos décadas y la atonía de la inversión. Señaló que cifras del INEGI sugieren que el último pico registrado por la PTF fue en 1998, y que de ese año al 2016 registró una reducción de 10%. Mencionó que en los años 2007 a 2012 este indicador retrocedió 0.8% cada año, mientras que en los años 2013 a 2016 lo hizo en 0.2% por año. Atribuyó lo anterior a varios factores: a) una regulación y, en general, reglas de interacción económica que permiten un excesivo poder de mercado en algunos sectores –incluyendo varios estratégicos– así como los pocos incentivos para la innovación, la investigación y el desarrollo; b) un sistema fiscal y de seguridad social que genera fuertes distorsiones en el mercado laboral, propiciando la informalidad; y c) la prevalencia de corrupción e inseguridad que, en combinación con los factores anteriores, amenazan al estado de

derecho y, en particular, a los derechos de propiedad. Consideró que, dado lo anterior, no debería de sorprender la atonía mostrada por la inversión durante ya varios años. Por otra parte, externó preocupación sobre algunas propuestas de política pública que se han comentado recientemente y su posible efecto sobre el desempeño de largo plazo de la economía. En primer lugar, hizo algunas reflexiones acerca de opiniones de diferentes comentaristas sobre los objetivos que debe tener un banco central. Enfatizó que la política monetaria no puede incidir sobre el crecimiento potencial de una economía y que, en el mejor de los casos, solo puede afectar el componente cíclico de la demanda agregada con el propósito de conducir la inflación a una meta específica. En este sentido, consideró que suponer que existe una disyuntiva entre inflación y crecimiento que pueda explotarse de manera sistemática por un banco central, tanto en el corto, como en el largo plazo, es regresar a discusiones y debates que han sido resueltos tanto en lo académico, como en la práctica. Recalcó que lo anterior se fundamenta en al menos 50 años de análisis económico a nivel internacional y en la experiencia histórica de México y muchos otros países en las últimas décadas. En segundo lugar, indicó que las propuestas sobre utilizar las reservas internacionales para financiar el gasto público, por ejemplo, en inversión u otro tipo de gasto, no consideran que las reservas internacionales no son una fuente de riqueza neta, ya que estas tienen que financiarse con la emisión de pasivos por parte del Instituto Central. Destacó que la implementación de las propuestas referidas atentaría directamente contra la autonomía y el mandato prioritario del Banco Central, conduciéndolo a una situación de dominancia fiscal sobre la política monetaria. Comentó que en el mejor de los casos, la implementación de algunas de estas propuestas conduciría a un mayor sesgo inflacionario, adicional al que considera de por sí ya tiene la economía mexicana actualmente; y en el peor, sería un regreso a políticas que ya fueron probadas y fracasaron, y que podrían representar el regreso a recurrentes crisis financieras y de balanza de pagos en el país.

En cuanto a los factores a considerar para la decisión de política monetaria, la mayoría resaltó que la inflación subyacente, que es el componente que responde de manera más clara a la postura monetaria, ha evolucionado, en general, conforme a lo anticipado y se prevé que continúe disminuyendo, si bien algunos puntualizaron que a un ritmo menor y sujeto a mayores riesgos. Al respecto, uno enfatizó que esta ha mostrado un

grado importante de persistencia. En este contexto, la mayoría reconoció que la política monetaria enfrenta retos, señalando que debe evitar que los choques de oferta que han afectado a la inflación no subyacente contaminen el proceso de formación de precios en la economía. Uno mencionó que ello es importante, ya que los choques referidos pueden prolongarse durante un periodo considerable, acrecentando de manera importante el riesgo de efectos de segundo orden. Agregó que dicho riesgo es elevado en un entorno en que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido persistentemente por encima de la meta y argumentó que en este contexto puede verse afectada la credibilidad del Banco Central, lo que implicaría costos elevados para la Institución y la economía. Otro afirmó que en la coyuntura actual la decisión de política monetaria resulta compleja, ya que como se mencionó la inflación aún se encuentra en niveles altos y su velocidad de convergencia ha disminuido, mientras que el componente subyacente continúa con una tendencia descendente y las condiciones internas han mejorado.

La mayoría reiteró que la menor incertidumbre tras el acuerdo comercial alcanzado en Norteamérica ha coadyuvado a una mayor resiliencia del peso mexicano. Uno argumentó que esto último abre ciertos márgenes de maniobra para la política monetaria en México ante las alzas previstas para la tasa de fondos federales en Estados Unidos. Otro consideró que si bien este acuerdo comercial reduce una fuente importante de incertidumbre, es poco probable que tenga el suficiente impacto sobre el tipo de cambio para aumentar significativamente la probabilidad de que la inflación converja a su meta en el horizonte previsto. Aunado a lo anterior, precisó que la postura monetaria actual, prudente y defensiva, tanto interna como relativa a Estados Unidos, ha contribuido a la evolución favorable que, recientemente, han mostrado los mercados financieros en México. Sostuvo que ello ha sucedido en un entorno en donde el canal monetario de toma de riesgos se encuentra operando de manera intensiva, por lo que los flujos de capital son muy sensibles a los diferenciales de tasas. En este sentido, advirtió que, en su opinión, tanto el diferencial de inflaciones entre ambos países que se anticipa en el corto plazo, como la reducción en el diferencial de tasas de interés previsto por los mercados, son preocupantes debido al deterioro que implicarían para la postura monetaria interna y relativa de México.

Algunos señalaron que en las circunstancias actuales, la probabilidad de que se requieran ajustes adicionales en la postura monetaria en el corto plazo ha aumentado. Uno de ellos advirtió que de continuar la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente, así como de materializarse algunos de los riesgos previstos o de generarse otros, tendría que haber una respuesta firme y contundente del Instituto Central. Otro apuntó que, en caso de enfrentar un escenario adverso en el que se requiera de un ajuste del tipo de cambio real, es importante evitar que se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, así como posibles efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. Profundizando sobre la conducción de la política monetaria en México, uno detalló que ante los choques que han afectado a la inflación desde 2017, la postura monetaria se ha venido ajustando para procurar que la inflación converja a su meta en un horizonte congruente con los canales de transmisión monetaria operando a cabalidad. Algunos subrayaron que el Instituto Central ha venido comunicando repetidamente cambios en dicho horizonte, difiriendo la convergencia actualmente hacia el segundo trimestre de 2020. Uno argumentó que, en su opinión, esta última previsión se encuentra sujeta a un elevado grado de incertidumbre. Consideró que el lenguaje del comunicado de política monetaria debía transmitir de manera clara esta posibilidad y que el panorama para la inflación es complicado. Asimismo, manifestó su desacuerdo con la previsión de analistas y participantes en los mercados de que el Banco de México está por concluir su ciclo restrictivo y que probablemente comience uno de relajamiento el próximo año. Finalmente, la mayoría coincidió en que, ante un entorno complejo en que persisten riesgos externos e internos, la Junta de Gobierno deberá mantenerse atenta a la evolución de los factores que pudieran significar presiones adicionales sobre la inflación y retrasar su convergencia a la meta, a fin de estar en condiciones de reaccionar con oportunidad.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. Considerando el comportamiento reciente de la economía, que la

naturaleza de los choques que han afectado recientemente a la inflación es de carácter transitorio, y que la tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo descendente, la Junta de Gobierno decidió por mayoría mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%. Un miembro votó por incrementar dicho objetivo en 25 puntos base. La Junta se mantendrá vigilante del traspaso que se pudiese observar de los choques que han afectado a la inflación no subyacente, así como de otros elementos que pudieran afectar el comportamiento de la inflación subyacente, lo cual es especialmente relevante en un contexto como el actual, en el que esta última aún se ubica por encima de 3%. Ello, con el objeto de tomar las acciones que se consideren necesarias, en particular, el mantenimiento o un posible reforzamiento de la postura monetaria actual, a fin de que la inflación general converja a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos en un contexto externo adverso, así como a la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que estas alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Roberto Del Cueto Legaspi, Irene Espinosa Cantellano y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%.

Manuel Ramos Francia votó a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para ubicarla en un nivel de 8.00%.

5. VOTO DISIDENTE

Por ya algún tiempo, la inflación enfrenta un panorama complejo, en donde confluyen factores de carácter cíclico y estructural. Lo anterior es evidente al situarse ya por varios años las expectativas de inflación de largo plazo en alrededor de 3.5 por ciento, independientemente de la fase del ciclo de negocios por la que se atraviesa. Son varias las razones para ello, pero todas potencialmente se reflejan en el nulo crecimiento de la productividad factorial total durante las últimas dos décadas. Ello dificulta el que la economía pueda absorber choques, de oferta o de demanda, con poca inflación. Actualmente la inflación subyacente muestra elevada persistencia por los factores mencionados, lo que aunado a las perspectivas sobre la no subyacente, hace poco probable que se cumpla la previsión actual para la inflación general. Este Instituto Central ya ha cambiado recientemente en repetidas ocasiones su estimación sobre el horizonte de convergencia de la inflación general a su meta. Considerando el actual esquema de operación de la política monetaria basado en pronósticos, así como los factores que están afectando a la inflación subyacente, en mi opinión, el no actuar en consecuencia podría ser muy costoso para la credibilidad de este Banco Central.

ANEXO

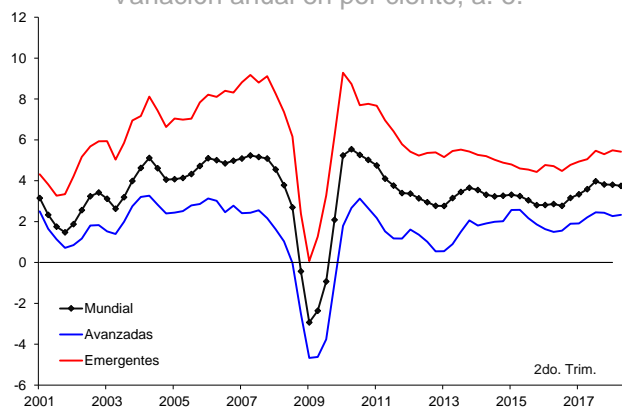
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones y Sistemas de Pagos, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión de política monetaria.

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La economía mundial siguió expandiéndose a un ritmo moderado durante el segundo trimestre de 2018, acentuándose las divergencias en el ritmo de crecimiento de las principales economías (Gráfica 1). En efecto, mientras que la expansión de diversos países avanzados fue menor a la esperada y las economías emergentes exhibieron un menor dinamismo, Estados Unidos presentó una expansión elevada. En un contexto de baja holgura, ello podría conducir a mayores presiones sobre la inflación.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 84.6% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y del Fondo Monetario Internacional.

El panorama para la economía mundial está sujeto a un alto grado de incertidumbre debido a los riesgos asociados a un escalamiento adicional de las tensiones comerciales, a un mayor apretamiento en las condiciones financieras y a factores geopolíticos. Por un lado, la incertidumbre respecto al escalamiento de las disputas comerciales ha

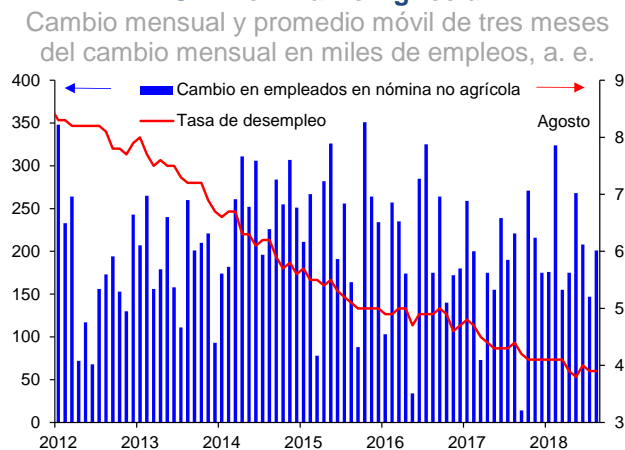
empezado a reflejarse en un deterioro de los indicadores de comercio y producción, de confianza de los negocios y de gasto en capital. Adicionalmente, en un escenario en el que se percibe que las economías avanzadas elevarán sus tasas de interés a ritmos diferenciados, pudiera observarse un apretamiento adicional en las condiciones financieras globales. Finalmente, existen otros riesgos para el crecimiento de la economía mundial, como el alza en los precios del petróleo y diversos factores de orden geopolítico. En este contexto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2018 y 2019 se han moderado, reflejando la expectativa de una mayor debilidad en algunas de las principales economías avanzadas, como la zona del euro y el Reino Unido, y de algunas emergentes, como Argentina y Turquía.

En Estados Unidos, en el segundo trimestre del año la actividad económica creció 4.2% a tasa trimestral anualizada con datos ajustados por estacionalidad, luego del avance de 2.2% presentado en el primero. Los indicadores disponibles sugieren que en el tercer trimestre el consumo privado y la inversión siguieron expandiéndose a un ritmo elevado, apoyados por los altos niveles de confianza de los consumidores y de los negocios. Adicionalmente, las cifras sobre inventarios apuntan a que estos podrían contribuir positivamente al crecimiento, después de la fuerte desacumulación que registraron durante el segundo trimestre. Para los siguientes trimestres se prevé que la economía siga expandiéndose a un ritmo elevado, apoyada en parte por el mayor estímulo fiscal, si bien se anticipa que en el mediano plazo se observe una desaceleración conforme este impulso se vaya desvaneciendo y las condiciones financieras se tornen menos acomodaticias.

La producción industrial en Estados Unidos continuó avanzando en el bimestre julio - agosto, reflejando el desempeño favorable de sus tres principales componentes. En particular, las actividades de generación de gas y electricidad registraron un crecimiento elevado, mientras que la producción minera mantuvo la tendencia positiva que comenzó a finales de 2016. A su vez, la producción manufacturera siguió expandiéndose a un ritmo moderado, principalmente como resultado del repunte en la producción de vehículos y autopartes. Los indicadores prospectivos sugieren que las manufacturas mantendrán un dinamismo similar al observado en los meses previos.

El mercado laboral en Estados Unidos ha continuado fortaleciéndose. La nómina no agrícola aumentó en 185 mil plazas en promedio entre los meses de junio y agosto, cifra superior a la necesaria para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 2). Por su parte, la tasa de desempleo se estabilizó en alrededor de 3.9% desde abril, nivel por debajo de la tasa natural de desempleo estimada por la Oficina de Presupuesto del Congreso de ese país (CBO, por sus siglas en inglés). El apretamiento del mercado laboral se vio reflejado también en dificultades para cubrir vacantes, en tanto que la tasa de apertura de nuevas plazas y la tasa de renuncias se ubicaron en niveles previos a la crisis financiera global. En este contexto, el crecimiento de los salarios ha seguido repuntando.

Gráfica 2
EUA: Nómina No Agrícola



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

En la zona del euro, los indicadores disponibles al tercer trimestre sugieren que la economía siguió expandiéndose a un ritmo moderado, después de haberse desacelerado en la primera mitad del año a causa de una contribución negativa de las exportaciones netas. En particular, el consumo privado y la inversión han sido impulsados por los mayores ingresos de las familias, las mayores utilidades empresariales y los elevados niveles de utilización de la capacidad instalada. En este entorno de crecimiento moderado, la tasa de desempleo de la región se mantuvo en 8.1% en agosto, nivel inferior al que se considera de largo plazo, al tiempo que el ritmo de crecimiento de los salarios se aceleró. No obstante, se ha acentuado la divergencia entre el crecimiento de economías como Francia y Alemania y el de otros países de la periferia, principalmente Italia. Hacia adelante, el deterioro en los índices de confianza de los consumidores y de

los negocios representa uno de los principales riesgos para el dinamismo de la región, toda vez que, de continuar, pudiera afectar adversamente los niveles de inversión y consumo.

En Japón, los indicadores disponibles al tercer trimestre apuntan a un menor crecimiento de la economía, luego de que la actividad económica se expandiera 3% a tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad en el segundo trimestre como reflejo del repunte de la inversión fija. Por una parte, las exportaciones netas presentaron un debilitamiento, mientras que el consumo privado se ha visto afectado por diversos desastres naturales que tuvieron lugar en julio y en septiembre. En este entorno, la tasa de desempleo se ubicó en 2.4% en agosto, cerca de su mínimo de las últimas dos décadas, y los salarios mostraron un repunte.

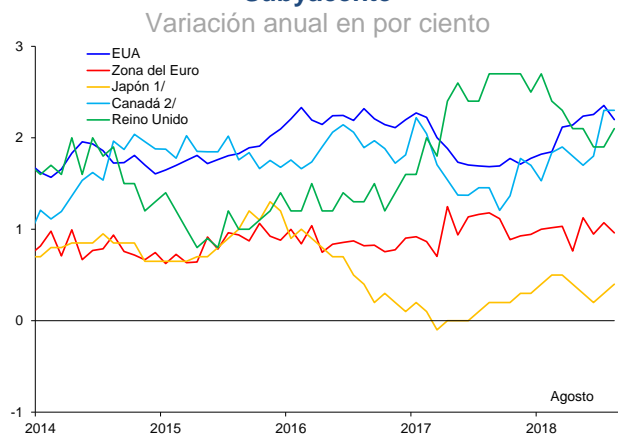
En la mayoría de las economías emergentes, la actividad económica se ha debilitado como resultado de las mayores tensiones comerciales, el apretamiento de las condiciones financieras y diversos factores idiosincrásicos. En efecto, el crecimiento de diversos países, entre los que destacan Turquía, Argentina, Brasil, India y Sudáfrica, se ha desacelerado de manera importante. Por otra parte, las mayores tensiones comerciales que se han registrado entre Estados Unidos y China pudieran tener un efecto adverso sobre la actividad económica y la inflación de China y de otras economías emergentes, principalmente de Asia.

Durante las últimas semanas, los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento heterogéneo. Por un lado, en un contexto de creciente incertidumbre sobre los efectos de las sanciones impuestas por Estados Unidos a las exportaciones de petróleo iraní, a finales de agosto los precios del petróleo mostraron incrementos ante la expectativa de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores decidieran mantener sus niveles de producción sin cambio, lo cual efectivamente se confirmó en su reunión celebrada el 23 de septiembre. En cambio, los precios de los metales industriales permanecieron en niveles bajos debido a perspectivas de una menor expansión manufacturera global y al posible escalamiento en las disputas comerciales entre Estados Unidos y China. Por último, los precios de los granos cayeron luego de que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos incrementara el pronóstico de producción mundial de trigo.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En un contexto en que se ha venido observando un apretamiento en los mercados laborales de las principales economías avanzadas, una fuerte alza en los precios del petróleo, y mayores desequilibrios macroeconómicos en diversas economías emergentes, la inflación siguió presentando una trayectoria ascendente, aunque persisten las diferencias entre países (Gráfica 3). En particular, la inflación en Estados Unidos ha repuntado en los últimos meses, situándose actualmente alrededor de su meta, mientras que en la zona del euro y Japón se ha mantenido por debajo de las metas de sus bancos centrales. En este escenario, se prevé que los bancos centrales de las economías avanzadas continúen con un proceso gradual hacia una postura monetaria más neutral, si bien se anticipa divergencia en la velocidad en la que podrían ajustar sus políticas (Gráfica 4). En efecto, se espera que la Reserva Federal y el Banco de Canadá sigan elevando su tasa de referencia antes de finalizar 2018; que el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo hagan lo propio ya avanzado el próximo año; y que el Banco de Japón sea más cauteloso en el proceso de alza de tasas.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente

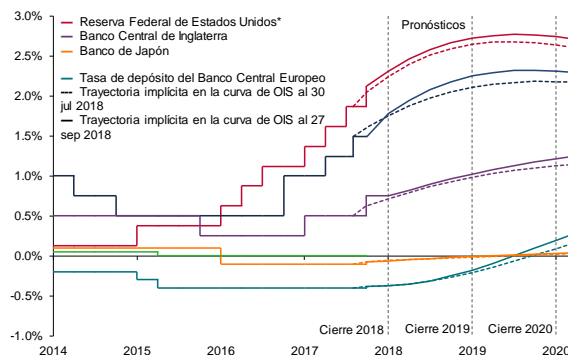


1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

2/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).

Fuente: Haver Analytics, Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS^{1/}
Porcentaje



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

*Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (2.00% - 2.25%).

Fuente: Bloomberg.

Como se anticipaba, en su reunión de septiembre la Reserva Federal aumentó su objetivo para la tasa de fondos federales a un rango de 2 a 2.25% y reiteró su previsión de aumentos graduales para dicha tasa, lo cual propició un aumento en las tasas de interés en todos sus plazos. En su comunicado, dicha Institución eliminó la frase que calificaba las condiciones monetarias como acomodaticias, si bien el Presidente de la Reserva Federal aclaró que lo anterior no refleja un cambio en su postura monetaria. En cuanto a sus proyecciones de variables económicas y financieras, destacaron ligeras revisiones al alza en los estimados de crecimiento económico para 2018 y 2019; ajustes marginales en los pronósticos de la tasa de desempleo, la cual se estima que se ubicará por debajo de la tasa de largo plazo durante el periodo de pronóstico; y pocos cambios a los estimados de inflación, la cual se prevé que se mantenga alrededor de su meta en el mediano plazo. Por su parte, los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal sobre la tasa de fondos federales sugieren un alza adicional de 25 puntos base en diciembre, en línea con las expectativas de analistas y las implícitas en variables de mercados financieros. Adicionalmente, las estimaciones del banco central apuntan hacia tres incrementos de 25 puntos base en 2019 y uno adicional en 2020, para alcanzar un rango de 3.25 a 3.50%, lo que situaría a la tasa objetivo por encima del 3% que se proyecta como tasa de largo plazo.

En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) se abstuvo de modificar su guía futura y su tasa de referencia, reiterando que esta última se mantendrá sin cambio al menos hasta el verano de 2019. Adicionalmente, el BCE confirmó que en octubre reducirá su compra de activos de 30 mil millones de euros a 15 mil millones mensuales y recalcó que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa finalizar dicho programa en diciembre. El BCE revisó moderadamente a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019 ante la expectativa de una menor contribución del comercio exterior, al tiempo que mantuvo sin cambio sus proyecciones de inflación para los próximos dos años en 1.7%. El gobernador del Banco Central Europeo caracterizó los riesgos al crecimiento económico como balanceados e indicó que ha disminuido la incertidumbre en torno a las perspectivas de la inflación y espera que esta aumente gradualmente en el mediano plazo, respaldada por la política monetaria acomodaticia, la expansión económica y el aumento en los salarios. Sin embargo, afirmó que el estímulo monetario aún es necesario para que la inflación llegue a niveles cercanos a su objetivo. De tal forma, las expectativas de política monetaria implícitas en instrumentos de mercado siguen anticipando que el primer aumento en la tasa de referencia ocurra hasta el tercer trimestre de 2019.

En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 0.75%, después de que la elevara en 25 puntos base en agosto. El Comité de Política Monetaria destacó que, si la economía se conduce conforme a lo estimado, sería apropiado continuar con un proceso de apretamiento monetario, el cual se daría de forma gradual y limitada. Si bien dicha Institución destacó que el crecimiento de los salarios y del consumo ha sido mayor a lo anticipado, advirtió que se percibe una mayor incertidumbre en relación con la salida de Reino Unido de la Unión Europea. En este contexto, las variables de mercado sugieren que el próximo incremento en la tasa de referencia se presente en el tercer trimestre del año próximo.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.5% en su reunión de septiembre, e indicó que la información económica reciente sugiere que se requerirá un mayor nivel de la tasa de referencia para alcanzar el objetivo de inflación en el mediano plazo. Sin embargo, dicho Instituto Central reiteró que seguirá un enfoque gradual, que observará la reacción de la economía a las tasas de interés más altas y que monitoreará el curso de las negociaciones comerciales con Estados Unidos y

México y su impacto sobre las perspectivas de inflación. Así, los analistas y las variables de mercado anticipan que ese Banco Central aumente 25 puntos base su tasa objetivo en su reunión de octubre.

Finalmente, en su reunión de septiembre el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Dicha Institución señaló en su minuta que prevé que la demanda interna continúe expandiéndose, si bien señaló que está monitoreando el impacto de las políticas proteccionistas de Estados Unidos, ya que estas pudieran afectar a la economía japonesa a través de sus consecuencias en las cadenas globales de valor. Además, reafirmó que mantendrá una política monetaria altamente acomodaticia por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios.

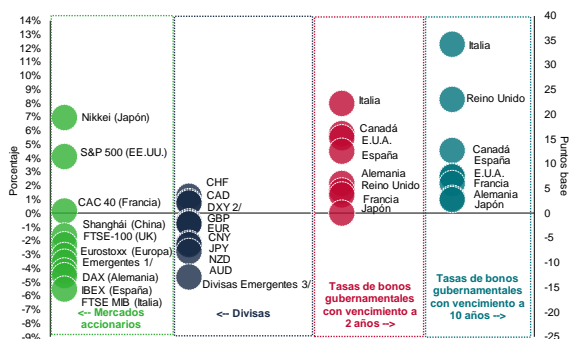
Si bien la inflación general se mantuvo por debajo del objetivo de la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes, esta siguió aumentando debido a la reciente depreciación de sus divisas, el incremento en los precios de la energía y, en algunos casos, la menor holgura en sus economías. En este sentido Argentina, Filipinas, Indonesia, República Checa, Rusia y Turquía elevaron sus tasas de política monetaria y se anticipa que en los próximos meses otros bancos centrales adopten una postura más restrictiva ante el deterioro en el balance de riesgos para la inflación.

En este entorno, en las últimas semanas los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad y los precios de los activos de las economías emergentes registraron un desempeño negativo. Como se mencionó anteriormente, el escalamiento adicional de las disputas comerciales entre algunas de las principales economías, el mayor apretamiento en las condiciones financieras, y factores geopolíticos, han generado mayor incertidumbre sobre la fortaleza de la economía mundial. En efecto, desde la última reunión de política monetaria del Banco de México la mayoría de las divisas se depreciaron frente al dólar, al tiempo que los índices accionarios de los países desarrollados presentaron retrocesos en el último mes, con excepción de las bolsas en Japón y Estados Unidos, estas últimas beneficiadas por el buen dinamismo económico en ese país. Mientras tanto, en los mercados de renta fija se registraron alzas en las tasas de interés, en un contexto en el que continúa esperándose que los principales bancos centrales avancen en sus procesos de

normalización de su política monetaria (Gráfica 5). Además, la inestabilidad de algunos mercados emergentes también motivó una actitud de cautela por parte de los inversionistas. Así, en las economías emergentes continuaron registrándose salidas de capitales por parte de inversionistas extranjeros, mientras que los precios de los activos financieros, tanto de renta fija como de renta variable, siguieron presentando un desempeño a la baja, reflejando el posible impacto de las medidas proteccionistas de Estados Unidos y diversos factores idiosincrásicos. No obstante, se observaron diferencias entre estas economías de acuerdo a sus fundamentos macroeconómicos y a factores propios de cada país. En efecto, entre este grupo de países, las economías con mayores desbalances macroeconómicos, tales como Argentina, Turquía, Sudáfrica y Brasil, han enfrentado las mayores depreciaciones cambiarias (Gráfica 6).

Hacia adelante, persisten factores de riesgo tanto para los mercados financieros internacionales, como para la actividad económica global. En particular, destacan las posibles consecuencias de una mayor pérdida de confianza por parte de hogares, negocios e inversionistas ante las medidas proteccionistas ya implementadas y la posibilidad de que estas se intensifiquen. Adicionalmente, persiste el riesgo de observar un ritmo más rápido al previsto en el ajuste de las condiciones monetarias de las principales economías avanzadas, en caso de que se presente un repunte no anticipado de la inflación. Lo anterior se suma a los riesgos financieros relacionados con las altas valuaciones de algunos activos financieros y de la incertidumbre asociada con ciertos eventos de orden geopolítico, el alza en los precios del petróleo y el deterioro en los balances macroeconómicos de algunas economías emergentes.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 30 de Julio al 28 de Septiembre de 2018
 Porcentaje, puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países.
 2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.
 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.
 Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes a
partir del 30 de Julio de 2018
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.80%	0.17%	-22	9	-2
	Brasil	-6.98%	-2.11%	48	80	54
	Chile	-2.78%	-1.61%	27	3	-4
	Colombia	-4.26%	2.11%	18	13	6
	Argentina	-31.11%	13.47%	76	123	179
Europa emergente	Rusia	-4.42%	7.69%	130	43	8
	Polonia	-1.39%	-2.28%	2	2	2
	Turquía	-17.89%	2.47%	556	-38	63
	Rep. Checa	-2.02%	0.30%	33	27	-4
	Hungría	-1.50%	2.65%	23	36	-3
Asia	Corea del Sur	0.78%	1.98%	2	-7	-7
	Malasia	-1.90%	1.25%	2	-1	11
	India	-5.80%	-2.58%	8	1	11
	Filipinas	-1.64%	-7.09%	56	50	5
	Tailandia	3.28%	3.44%	7	6	-7
Indonesia	-3.35%	-1.38%	15	-35	20	
Africa	Sudafrica	-7.42%	-2.66%	26	45	22

Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años, respectivamente. Únicamente en el caso de Indonesia se utilizan tasas de 1 año y 5 años, para 2 años y 10 años dado que no cotizan estos plazos. Para Argentina se utilizan las tasas en dólares estadounidenses al ser las más líquidas y las que mejor reflejan el desempeño del mercado de renta fija de este país.
 Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

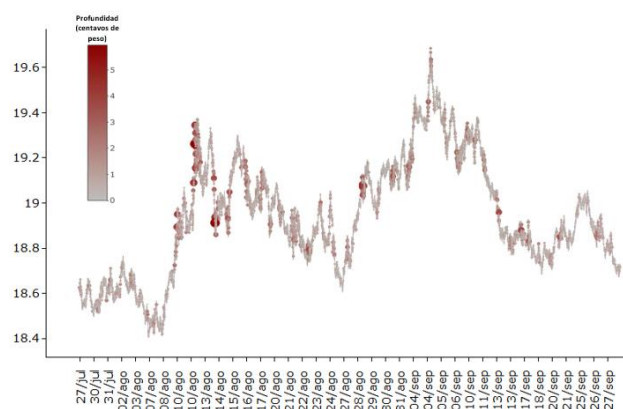
A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, el peso registró una depreciación de 0.9%, en un entorno en el que la mayoría de las divisas de los países emergentes mostraron depreciaciones de mayor magnitud (Gráfica 7). La resiliencia que ha mostrado el mercado cambiario en México puede asociarse a un prudente manejo macroeconómico en el país y a los avances en la negociación comercial con Estados Unidos y Canadá. Así, la moneda nacional continúa siendo la divisa emergente de mejor desempeño en lo que va de 2018, con una apreciación de 5% (Gráfica 8).

En este contexto, las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron estables durante prácticamente todo el periodo (Gráfica 9). En particular, en cuanto a las condiciones prospectivas de operación medidas a través de la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio, el peso mexicano destacó dentro del conjunto de monedas emergentes por su estabilidad (Gráfica 10). Adicionalmente, se observó una reducción moderada en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso mexicano, primordialmente entre inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de corto plazo.

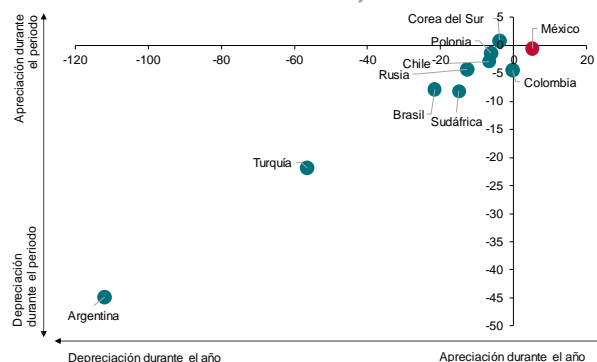
Gráfica 7
Peso Mexicano y Profundidad de los Hechos Intradía

Pesos por dólar



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos "operación por operación" de la plataforma Reuters Matching.

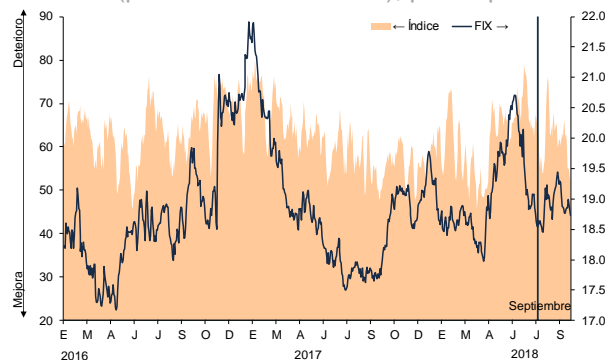
Gráfica 8
Variación porcentual de divisas seleccionadas frente al dólar en el periodo
Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

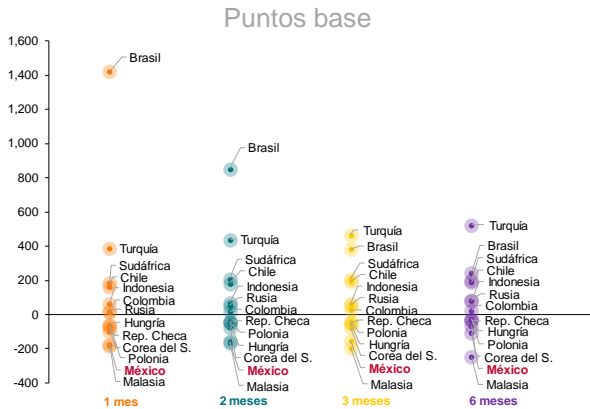
Gráfica 9
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario y Tipo de Cambio Peso-Dólar

Índice (promedio móvil 5 días), pesos por dólar



Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias simples entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2011 y se toma el promedio de los 7 percentiles para cada día. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
Fuente: Reuters con cálculos por parte de Banco de México.

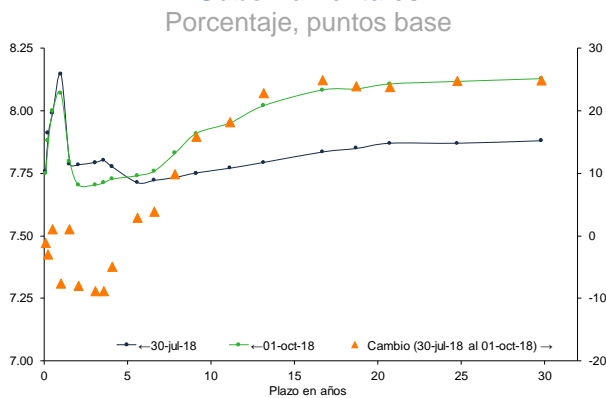
Gráfica 10
Cambios Durante el Periodo en la Volatilidad Implícita en Opciones frente al Dólar a Diferentes Plazos



Fuente: Bloomberg.

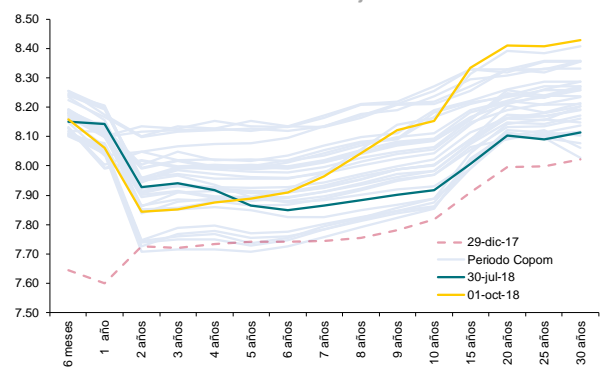
Por su parte, desde el último anuncio de política monetaria a la fecha, las tasas de la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentaron incrementos de hasta 25 puntos base (p.b.), con lo que alcanzaron sus niveles más elevados desde 2011 (Gráfica 11). Cabe destacar que la pendiente de la curva de rendimientos, medida a través del diferencial entre los bonos de 30 y 3 años, mostró un empinamiento de alrededor de 34 p.b. para ubicarse en niveles de 42 p.b. (Gráfica 12). Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación de este mercado también se mantuvieron estables.

Gráfica 11
Curva de Rendimientos de Valores Gubernamentales



Fuente: PIP.

Gráfica 12
Curva Cupón Cero de Tasas de Interés Compuestas de Valores Gubernamentales



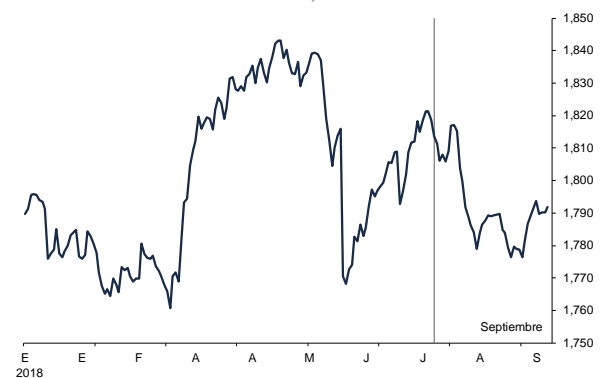
Fuente: Banco de México con datos de PIP.

Por otro lado, durante las últimas semanas se presentaron algunos flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros que redujeron su exposición a instrumentos de largo plazo denominados en pesos (Gráfica 13).

Finalmente, las expectativas sobre el nivel de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos no mostraron cambios significativos respecto de los niveles del periodo anterior. Así, el mercado anticipa que la tasa de referencia se ubique en niveles de 7.75% en la decisión de octubre y en 7.84% a finales de año (Gráfica 14). Por su parte, el consenso de los principales analistas económicos no espera un cambio en el nivel de la tasa de política monetaria en la decisión de octubre y anticipan que esta finalice en 7.75% a finales de año.

Gráfica 13
Posición en Riesgo de Bonos M de Inversionistas no Residentes

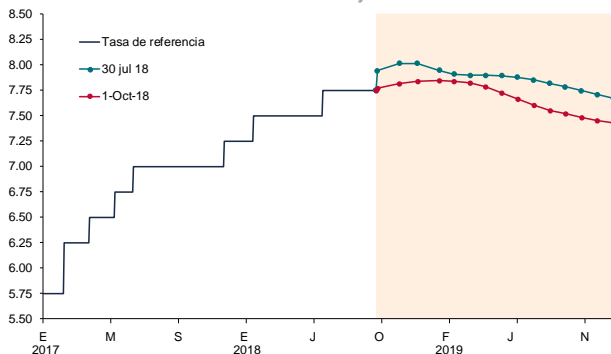
Miles de millones de pesos a valor nominal



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

Fuente: Banco de México

Gráfica 14
Tasa de Fondo Implícita en los Swaps de TIIE a 28 días
 Porcentaje



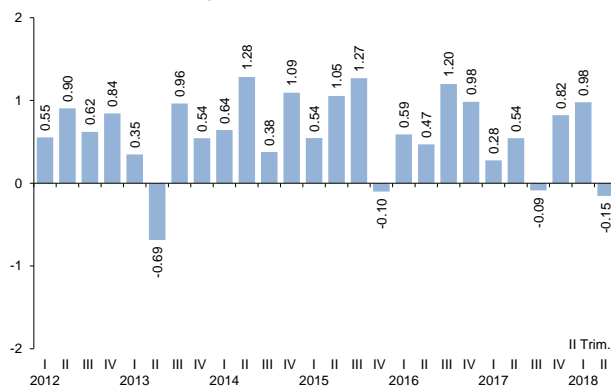
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el segundo trimestre de 2018, la actividad económica presentó una contracción con respecto al primero (Gráfica 15). Este comportamiento reflejó la reversión del dinamismo que la inversión mostró a principios de año, así como un debilitamiento tanto del consumo, como de las exportaciones. No obstante, a principios del tercer trimestre la economía mexicana se expandió. En particular, el IGAE de julio exhibió una mejoría en sus tres grandes grupos de actividad económica en relación con su comportamiento en el segundo trimestre del año (Gráfica 16).

Gráfica 15
Producto Interno Bruto

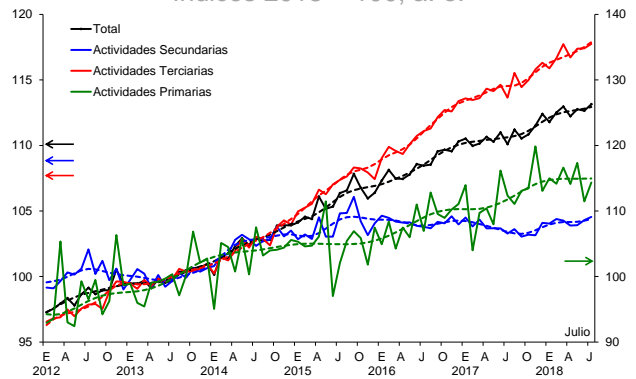
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 16
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índices 2013 = 100, a. e.

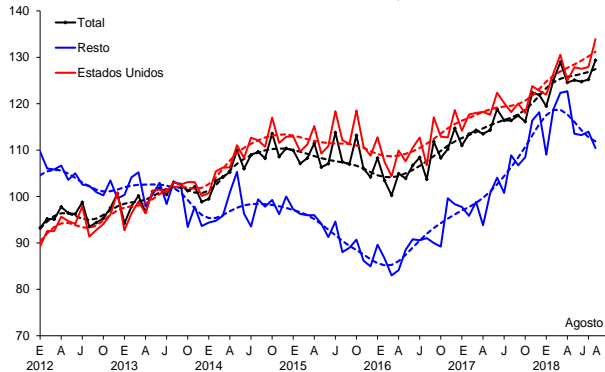


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Con respecto a la demanda externa, las exportaciones manufactureras presentaron un mayor ritmo de crecimiento en el bimestre julio - agosto de 2018, después de la debilidad que exhibieron en el segundo trimestre del año en curso. Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos continuaron avanzando, mientras que las canalizadas al resto del mundo mantuvieron la tendencia negativa que han venido registrando desde principios de 2018 (Gráfica 17). En cuanto a la demanda interna, con información de Cuentas Nacionales, en el segundo trimestre de 2018 el consumo privado se mantuvo en un nivel similar al reportado el trimestre anterior. Con información a julio, los ingresos en establecimientos comerciales al por menor mantuvieron una trayectoria positiva, mientras que en el bimestre julio - agosto de 2018 las ventas de vehículos ligeros continuaron mostrando un débil desempeño en relación con el elevado crecimiento que registraron entre 2014 y 2016. Por su parte, en el segundo trimestre de 2018 tanto la inversión privada, como la pública, presentaron caídas que condujeron a que se revirtiera parcialmente el repunte que la inversión en su conjunto había exhibido en el primer trimestre del año en curso.

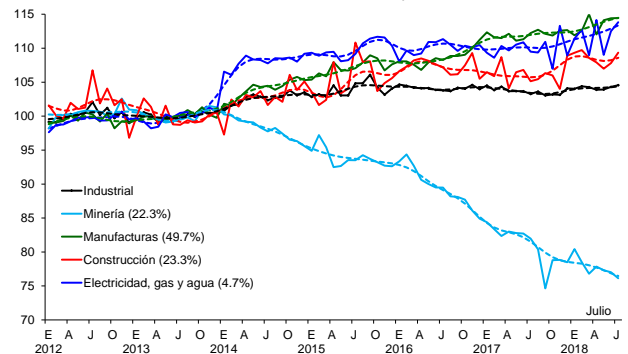
Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índices 2013 = 100, a. e.



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 con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En relación con la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, a inicios del tercer trimestre los servicios mantuvieron una trayectoria positiva, las actividades secundarias continuaron presentando una incipiente mejoría, al tiempo que las actividades primarias registrando cierta desaceleración (Gráfica 16). El desempeño positivo de las actividades terciarias fue reflejo, principalmente, de la contribución de los rubros de servicios financieros e inmobiliarios; servicios de transporte e información en medios masivos; comercio al por mayor; servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y de los servicios educativos y de salud. Al interior de la actividad industrial, la construcción mostró indicios de una incipiente recuperación, en tanto que las manufacturas continuaron presentando cierta mejoría respecto del débil desempeño que exhibieron durante la mayor parte de 2017. En contraste, la minería siguió registrando una tendencia decreciente (Gráfica 18).

Gráfica 18
Actividad Industrial
 Índices 2013 = 100, a. e.

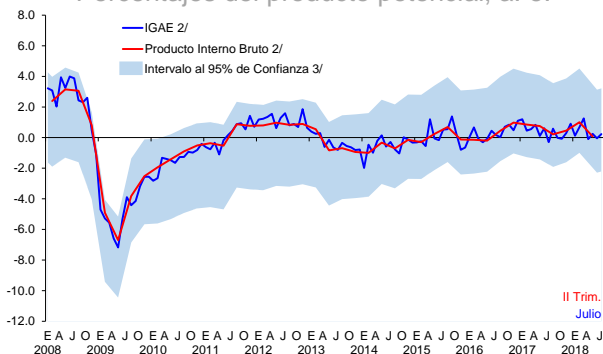


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: PEMEX y Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que a principios del tercer trimestre de 2018 las condiciones de holgura se mantuvieron en niveles similares a los observados el trimestre anterior (Gráfica 19). Respecto de las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación urbana como la nacional se mantuvieron en niveles bajos (Gráfica 20), en tanto que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo un desempeño positivo, si bien con cierta reducción en su dinamismo. Con información al segundo trimestre de 2018, como consecuencia de la expansión de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto exhibió un repunte, ubicándose por encima de su tendencia de largo plazo (Gráfica 21). A su vez, a principios del tercer trimestre de 2018 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero mantuvieron una tendencia creciente.

Gráfica 19
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Sin Industria Petrolera^{4/}

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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 segundo trimestre de 2018; cifras del IGAE a julio de 2018.

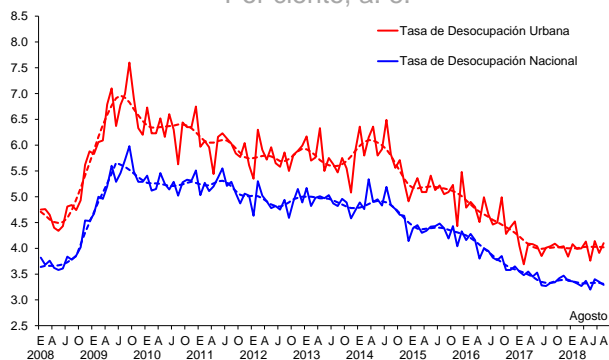
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

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

Gráfica 20
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

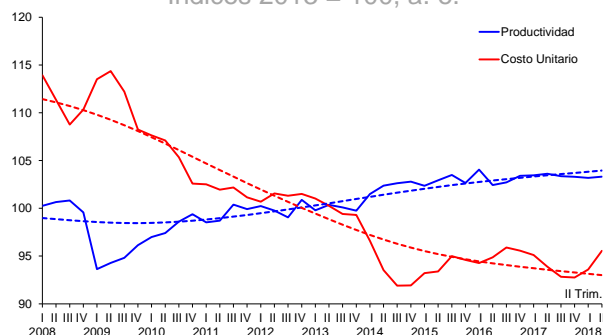


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 21
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}

Índices 2013 = 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.

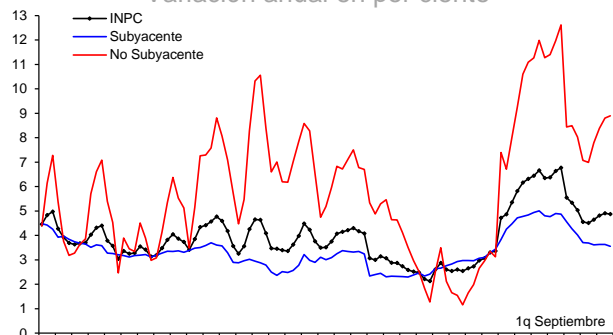
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En los meses de julio y agosto de 2018, el financiamiento interno al sector privado no financiero presentó una moderación en su ritmo de expansión respecto de lo observado en el primer semestre del año. Ello obedeció a un menor ritmo de crecimiento del financiamiento a las empresas, así como a la continuada desaceleración del crédito al consumo. Lo anterior se dio en un entorno en el que los costos del financiamiento se situaron en niveles superiores a los observados en promedio en 2017 y, en general, presentaron ligeros incrementos con respecto al primer semestre de 2018. Además, los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se mantuvieron en niveles bajos y estables, mientras que los correspondientes al consumo parecerían haber detenido el deterioro que se venía observando desde finales de 2016, si bien continúan en niveles relativamente elevados. Así, la evidencia sugiere la ausencia de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre el mes de julio y la primera quincena de septiembre, la inflación general anual pasó de 4.81 a 4.88%. Este aumento se explica por una mayor inflación del componente no subyacente, principalmente como reflejo de los incrementos en los precios de los energéticos, toda vez que la inflación subyacente ha continuado disminuyendo. No obstante, su ritmo de reducción se ha visto afectado por los efectos indirectos que los aumentos en los precios de los energéticos han tenido sobre los costos de producción de algunos genéricos de este subíndice (Gráfica 22 y Cuadro 1).

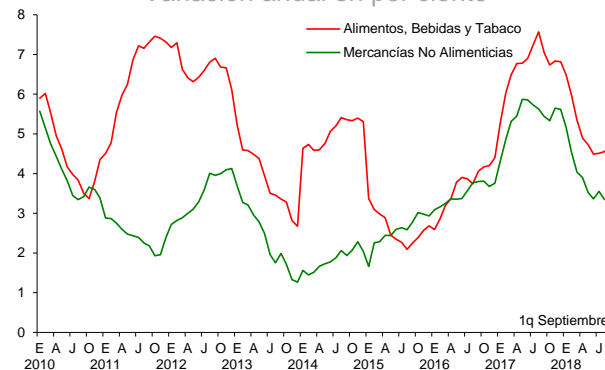
Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

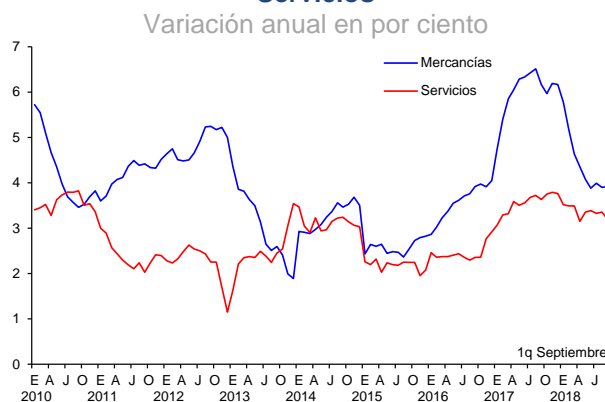
A pesar de que la inflación subyacente anual se ha visto afectada por los efectos indirectos antes citados, esta disminuyó de 3.63% en julio a 3.56% en la primera quincena de septiembre. En dicho comportamiento destacó la reducción en la tasa de variación anual de los precios de las mercancías, derivado de menores incrementos en los precios de las mercancías no alimenticias, mismos que fueron parcialmente contrarrestados por aumentos mayores en los precios de las mercancías alimenticias (Gráfica 23 y Gráfica 24). Los precios de los servicios también redujeron su tasa de crecimiento anual, en parte debido a menores alzas en los precios de los servicios de educación en relación al año previo (Gráfica 25 y Cuadro 1).

Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

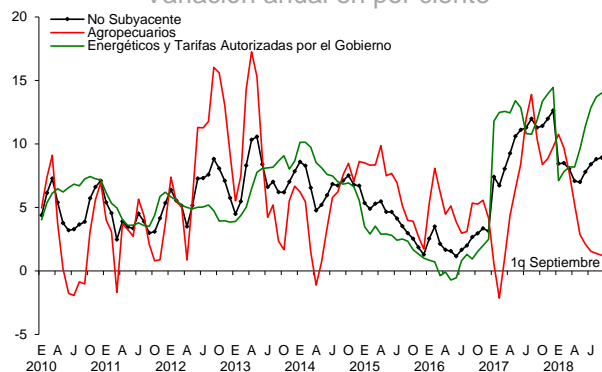
Gráfica 24
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación no subyacente anual se mantiene en niveles elevados y ha seguido aumentando. Entre julio y la primera quincena de septiembre este indicador se incrementó de 8.38 a 8.90%. Lo anterior se debió a los aumentos que se han registrado en los precios de los energéticos, principalmente en los de las gasolinas y en el del gas L.P. Cabe señalar, que si bien dichos incrementos de precios tienen su origen en alzas en sus referencias internacionales, el ajuste gradual en la determinación de los precios de las gasolinas ha propiciado mayor persistencia en sus aumentos. En contraste, la tasa de variación anual de los precios de los productos agropecuarios se ha mantenido en niveles bajos (Gráfica 25 y Cuadro 1).

Gráfica 25
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado aumentaron entre julio y septiembre. Destaca el incremento registrado en la correspondiente a la inflación general para el cierre de 2018, la cual se ajustó de 4.25 a 4.50% en dicho periodo, luego de que los datos de inflación observados en junio, julio y agosto –en particular los correspondientes al componente no subyacente– se ubicaron por arriba de las expectativas de los analistas. Asimismo, la correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 se ajustó de 3.60 a 3.70% entre las encuestas de los meses referidos. En contraste, la mediana para el componente subyacente para el cierre de 2018 disminuyó, al pasar de 3.60 a 3.53%, en tanto que la relativa al cierre de 2019 permaneció prácticamente sin cambio y se situó en 3.43%. Por su parte, las medianas correspondientes a los próximos 12 meses, con referencia tanto al mes como al mes siguiente del levantamiento de la encuesta, se ajustaron a la baja de 3.85 a 3.76% y

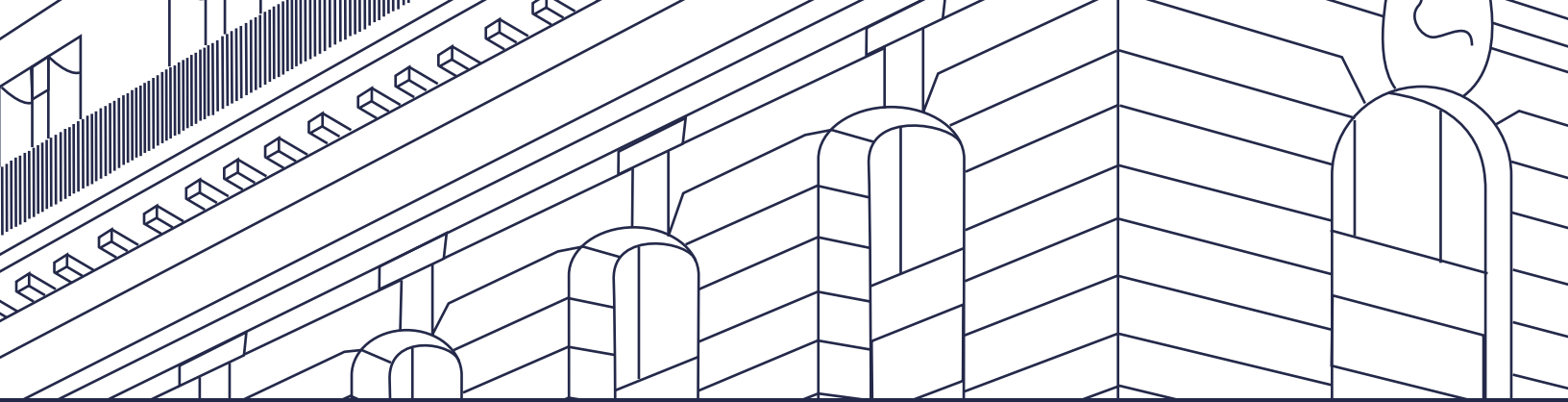
de 3.80 a 3.70%, respectivamente. Finalmente, aquellas correspondientes a las expectativas para el mediano y largo plazos se mantuvieron estables en alrededor de 3.5%. En lo que respecta a las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas continuaron ubicándose en niveles cercanos a 3.5% en el mismo lapso. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario registró un incremento en el periodo antes mencionado.

Se estima que la inflación general anual se aproxime hacia el objetivo de 3% durante el resto del año y en 2019, ubicándose durante el primer semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo. Asimismo, se anticipa que la inflación subyacente anual siga disminuyendo en el horizonte en el que opera la política monetaria. Entre los riesgos que enfrenta la inflación, destacan los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada como resultado tanto del entorno de mayores tasas de interés externas, como de otros elementos de incertidumbre que persisten en el ámbito externo e interno. También, que se presenten mayores presiones en los precios de los energéticos, como lo muestran las cotizaciones a futuro para algunos de estos; que se observe un mayor escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global que afecte adversamente el comportamiento de la inflación; y que se registre un gasto público mayor al anticipado. Además, en la medida que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad, podrían generarse presiones sobre la inflación. A la baja, la ratificación del acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos, Canadá y México podría tener consecuencias favorables sobre los mercados y la cotización del peso.

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

Concepto	Diciembre 2017	Junio 2018	Julio 2018	1q Septiembre 2018
INPC	6.77	4.65	4.81	4.88
Subyacente	4.87	3.62	3.63	3.56
Mercancías	6.17	3.88	3.99	3.91
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	4.49	4.51	4.69
Mercancías no Alimenticias	5.62	3.36	3.55	3.27
Servicios	3.76	3.38	3.33	3.20
Vivienda	2.65	2.60	2.61	2.61
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.81	4.79	4.68
Otros Servicios	4.63	3.76	3.61	3.70
No Subyacente	12.62	7.79	8.38	8.90
Agropecuarios	9.75	2.11	1.53	1.22
Frutas y Verduras	18.60	-1.40	-0.67	-1.03
Pecuarios	4.50	4.24	2.94	2.40
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	14.44	11.40	12.86	14.01
Energéticos	17.69	15.22	17.63	19.32
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	4.48	4.30	4.07

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 18 de octubre de 2018

