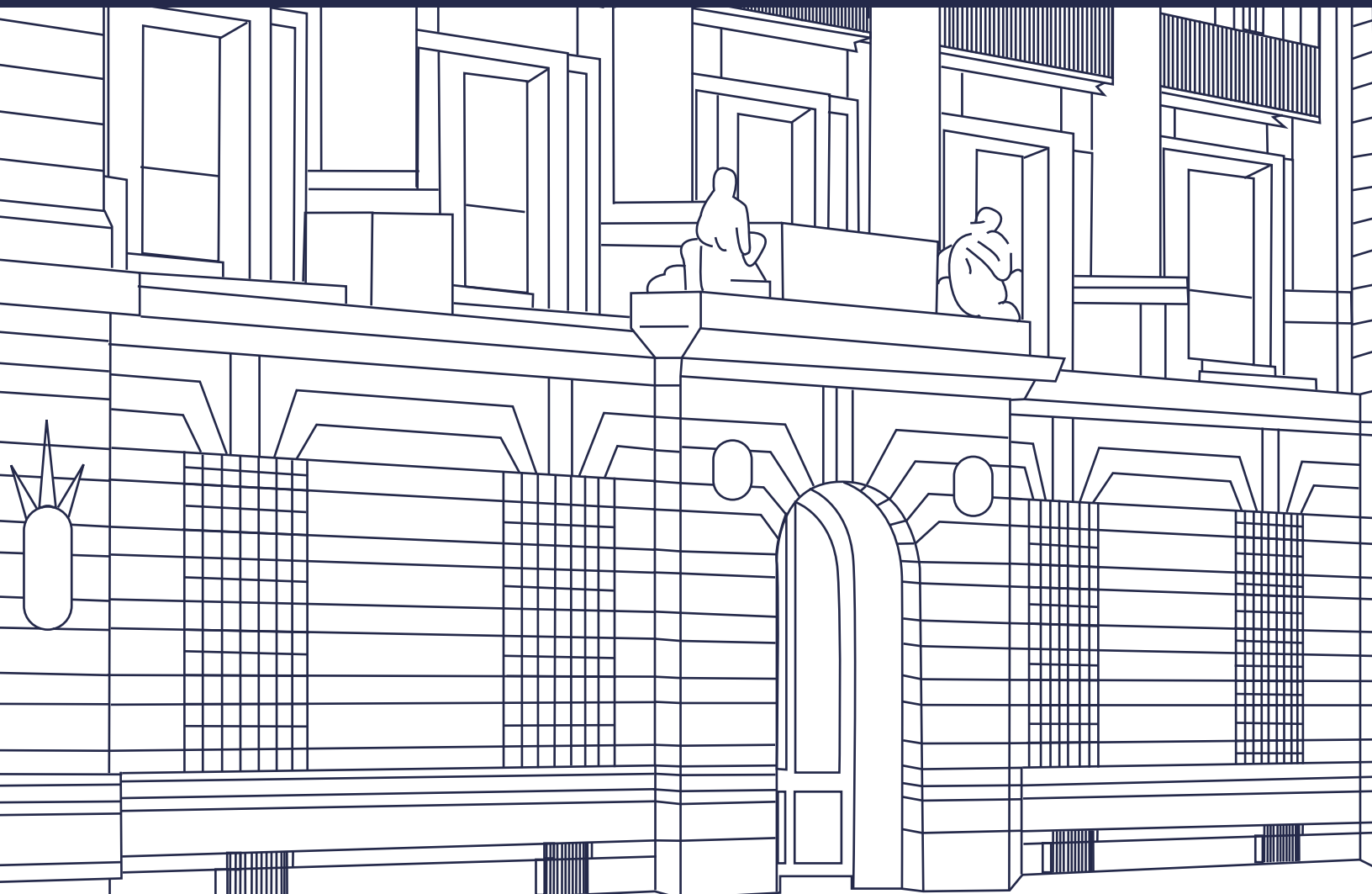
BANCO DE MÉXICO

Minuta número 55

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 9 de noviembre de 2017



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: 9 de noviembre de 2017.

1.3. Asistentes:

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

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

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

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La información presentada en este apartado fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

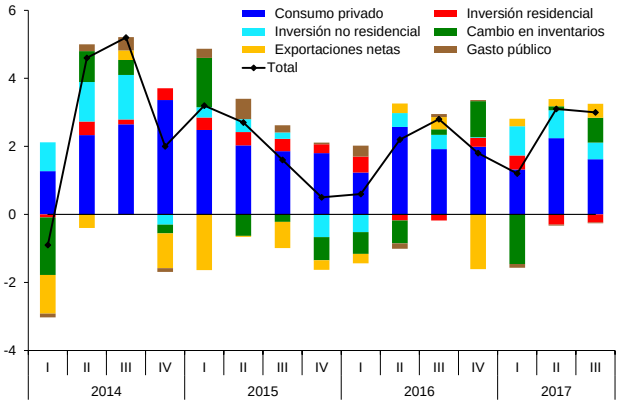
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

La actividad económica global se expandió de manera más generalizada durante el tercer trimestre del 2017, reflejando tanto un mayor crecimiento de las economías avanzadas, como de las emergentes. Este mejor desempeño se ha visto apoyado por un mayor dinamismo de la inversión, por los altos niveles de confianza de los negocios y de los hogares, y por condiciones financieras favorables. En este contexto, el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose. No obstante, la inflación continúa en niveles bajos en la mayoría de las economías avanzadas. Para el resto de 2017 y para 2018 se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. No obstante, este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre en el ambiente geopolítico, la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en la mayoría de las principales economías y que se implementen políticas proteccionistas en diversas regiones.

En Estados Unidos, a pesar del impacto significativo de los huracanes sobre la actividad productiva, en el tercer trimestre de 2017 el PIB creció a una tasa trimestral anualizada de 3 por ciento, con lo que mantuvo el dinamismo mostrado en el periodo previo (Gráfica 1). Aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre, en el tercero el consumo privado siguió expandiéndose, ante la recuperación del mercado laboral y los niveles relativamente elevados de riqueza de los hogares. Por su parte, la inversión de los negocios se fortaleció como resultado de la recuperación de los precios de los energéticos y del repunte en la confianza de los negocios. Adicionalmente, las exportaciones aumentaron ante la mayor actividad económica global y la depreciación que había registrado el dólar hasta septiembre.

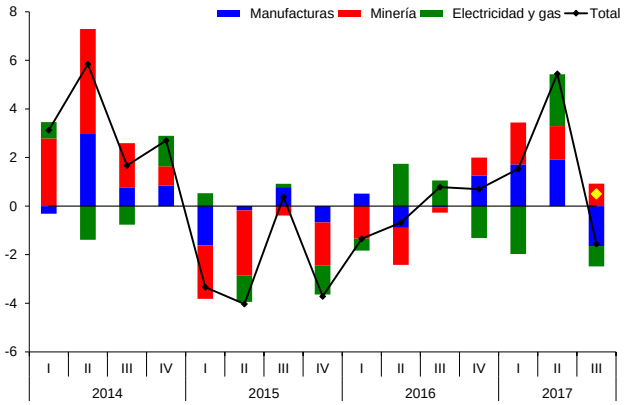
Gráfica 1
EUA: PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



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

Debido al efecto de los huracanes, durante el tercer trimestre del año la producción industrial de Estados Unidos se contrajo 1.5 por ciento a tasa trimestral anualizada. En particular, en el caso de las manufacturas, la contracción se debió, en gran parte, a la interrupción de actividades en las zonas afectadas, como, por ejemplo, la producción de químicos orgánicos y la refinación de petróleo. En este contexto, la Reserva Federal estimó que si se excluyeran los efectos de los huracanes, la actividad industrial habría crecido al menos a una tasa de 0.5 por ciento durante el periodo (Gráfica 2). Los indicadores prospectivos continúan sugiriendo una sólida expansión del sector industrial hacia el inicio del cuarto trimestre.

Gráfica 2
EUA: Producción Industrial
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: El rombo amarillo se refiere a la tasa de crecimiento que se hubiera obtenido una vez que se eliminan los efectos del huracán Harvey, con base en una estimación de la Reserva Federal.
Fuente: Reserva Federal.

El mercado laboral de Estados Unidos siguió fortaleciéndose ante la continua expansión de la actividad económica. En efecto, la generación de empleo se recuperó en octubre, luego de la fuerte desaceleración observada en septiembre como consecuencia de las condiciones climatológicas adversas. Asimismo, en octubre la tasa de desempleo disminuyó a 4.1 por ciento, su nivel más bajo en 17 años. De igual forma, indicadores como la apertura de nuevas plazas, las contrataciones y renuncias, así como otras mediciones más amplias de desempleo, continuaron reflejando una menor holgura en el mercado laboral. A pesar de esto, los salarios siguieron expandiéndose a un ritmo moderado, como reflejo, entre otros factores, del bajo crecimiento de la productividad, de cambios en la composición de la fuerza laboral y de presiones competitivas para mantener los costos bajos.

En la zona del euro, durante el tercer trimestre la actividad económica se expandió a una tasa trimestral anualizada de 2.4 por ciento, ritmo similar al observado durante la primera mitad del año. El dinamismo de la región ha seguido siendo favorecido por el fortalecimiento de la demanda interna, la cual, a su vez, ha estado apoyada por las condiciones monetarias acomodaticias, la recuperación del crédito y los altos niveles de confianza de los negocios y de los consumidores. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó a 8.9 por ciento en septiembre, a la vez que las remuneraciones salariales continuaron creciendo a un ritmo moderado.

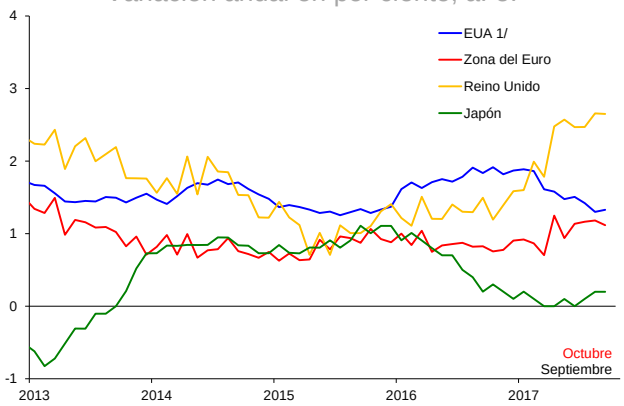
En las economías emergentes, la actividad productiva continuó recuperándose durante el tercer trimestre. Destacó el repunte del gasto interno en varias de estas economías ante la mejoría en la confianza de los consumidores y de los negocios, así como por las condiciones crediticias menos restrictivas. Mientras tanto, la producción industrial siguió expandiéndose, reflejando el fortalecimiento tanto de la demanda interna como de la externa. En el caso particular de China, en septiembre se observó un sólido crecimiento de las ventas al menudeo y una recuperación de la producción industrial.

Los precios internacionales de la mayoría de las materias primas siguieron recuperándose durante las últimas semanas. Por un lado, los precios del petróleo prolongaron el repunte exhibido desde mediados de este año. A ello contribuyó el cumplimiento de los objetivos de recorte a la producción acordados por diversos países productores de crudo, una demanda global más robusta, y los recortes a la producción ocasionados por tensiones geopolíticas. Del mismo modo, los precios de los metales industriales continuaron aumentando, si bien con cierta volatilidad, ante las perspectivas favorables de la demanda global. Por el contrario, los precios de los granos permanecieron bajos frente a la expectativa de una mayor producción a nivel mundial.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general permaneció por debajo de la meta de sus Bancos Centrales. Asimismo, la inflación subyacente se mantuvo baja, a la vez que persistió la debilidad de las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de deuda (Gráfica 3). Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, la inflación también continuó siendo moderada debido a la holgura que persiste en la utilización de recursos y a la apreciación de sus monedas.

Gráfica 3
G4: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Corresponde al deflactor del gasto en consumo.
Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

En este entorno de recuperación económica global y baja inflación, se anticipa que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantengan las condiciones monetarias laxas en los meses por venir. En efecto, si bien algunas de esas instituciones iniciaron o continuaron con el retiro de las medidas extraordinarias de estímulo, se prevé que este proceso sea paulatino, con el fin de evitar reacciones desordenadas en los mercados financieros. En contraste, en algunas economías emergentes, tales como Brasil, Rusia y Colombia, las condiciones monetarias continuaron relajándose.

En su reunión de política monetaria de noviembre, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales entre 1 y 1.25 por ciento, si bien las perspectivas de que incremente su tasa de referencia en diciembre se han reforzado. En su comunicado, por primera vez desde principios de 2015 la Reserva Federal describió el crecimiento como sólido. No obstante, también destacó que la inflación se mantiene baja, pero continúa anticipando que esta converja gradualmente a su meta de 2 por ciento. Ante esto, ese Instituto Central consideró que la postura más adecuada continúa siendo la de un ajuste gradual de la política monetaria, reiterando que seguirá vigilando de cerca la evolución de la inflación. Adicionalmente, tal como lo había anunciado en septiembre, la Reserva Federal inició el programa de reducción de su hoja de balance.

Por su parte, en su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el nivel de sus tasas de interés de referencia y anunció que a partir de enero de 2018 reducirá el monto mensual de compras de bonos de 60 a 30 mil millones de euros, extendiendo estas compras hasta septiembre de 2018. Además, enfatizó que la duración de este programa podría ampliarse en caso de que la trayectoria esperada de la inflación no sea congruente con el logro de su meta. Asimismo, el BCE hizo hincapié en que, una vez que termine el programa de compra de activos, continuará reinvirtiendo los vencimientos de los mismos por un período extendido, y reiteró que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales más allá del término del programa de compra de activos.

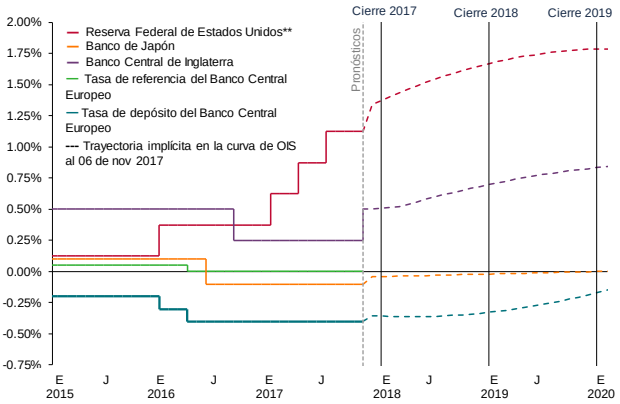
El Banco de Japón, en su reunión de octubre, mantuvo sin cambio su tasa de referencia, las características de su programa de compra de activos, y su guía para el manejo de la curva de rendimientos. Ello, en una reunión en la que revisó a la baja sus perspectivas de inflación para 2017 y 2018, mientras que reafirmó su expectativa de que alcanzará su meta de 2 por ciento entre 2019 y 2020.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de noviembre, elevó en 25 puntos base su tasa de referencia por primera vez desde julio de 2007, al tiempo que mantuvo sin cambio su programa de compra de bonos. Ello en respuesta a la tendencia ascendente que se ha observado en la inflación, la cual se ubica por encima del objetivo de ese banco central, en un contexto en el que la tasa de desempleo se encuentra en el nivel más bajo de los últimos 42 años. No obstante lo anterior, ese Instituto indicó que aún se prevén muchos riesgos derivados de los efectos que la salida de la Unión Europea podría tener sobre el crecimiento económico y la inflación. Por ello, el Comité de Política Monetaria destacó que cualquier incremento adicional de su tasa de referencia será gradual y limitado.

El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1 por ciento en su reunión de octubre, luego de haberla incrementado en 25 puntos base en cada una de sus dos reuniones previas. No obstante, en su comunicado más reciente dicha institución mostró un tono menos restrictivo al indicar que aún hay holgura en el mercado laboral, lo que permitiría un mayor crecimiento económico sin generar presiones inflacionarias. Además, señaló que prevé que el reciente fortalecimiento del dólar canadiense retrase ligeramente la convergencia de la inflación hacia su meta de 2 por ciento, la cual se espera se dé en la segunda mitad de 2018.

Así, las expectativas implícitas en instrumentos de deuda de corto plazo sugieren un aumento muy gradual de las tasas de referencia de los principales bancos centrales en los próximos años (Gráfica 4). Asimismo, se espera que la hoja de balance agregada de los principales bancos centrales (Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido) empiece a crecer a un menor ritmo en los próximos meses y que disminuya gradualmente a partir de 2019.

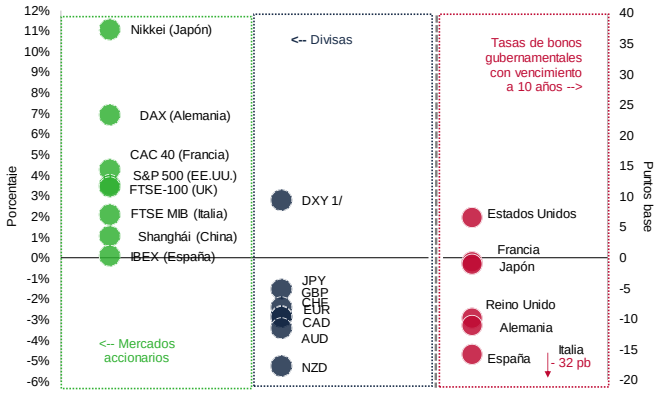
Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en las curvas OIS*
Puntos base



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg
*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 (1.00% - 1.25%).

En este entorno de mayor dinamismo de la actividad económica, de inflación baja y de una perspectiva de gradual normalización de la política monetaria, se observó nuevamente un desempeño favorable de algunos activos de mayor riesgo de mercado, destacando el aumento generalizado de los índices accionarios que, en varios casos, alcanzaron niveles máximos históricos. Además, la expectativa de la eventual aprobación de una reforma fiscal en Estados Unidos contribuyó al aumento de las tasas de los bonos del Tesoro y a la apreciación del dólar frente a las principales divisas de países desarrollados y emergentes a partir de septiembre (Gráfica 5). En este contexto, las economías emergentes continuaron registrando entradas de capitales, en un entorno en el que prevaleció la baja volatilidad.

Gráfica 5
Variación de indicadores financieros seleccionados del 22 de septiembre de 2017 al 6 de noviembre de 2017
Porcentaje; puntos base



Fuente: Bloomberg.
1/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos : EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

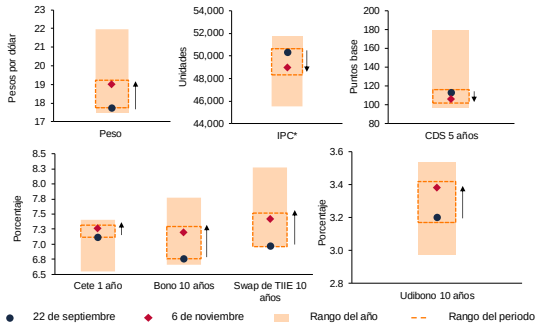
Hacia adelante, el desempeño favorable de los mercados podría verse comprometido ante la persistencia de diversos factores de riesgo. Entre ellos destaca la incertidumbre en torno a la aprobación de la reforma fiscal y otras reformas propuestas por la administración de Estados Unidos. Además, prevalece la preocupación por las tendencias proteccionistas y la persistencia de riesgos geopolíticos en varias regiones del mundo. Finalmente, un cambio no anticipado de la política monetaria de los principales países avanzados podría ocasionar nuevos episodios de volatilidad y ajustes drásticos en la valuación de los activos financieros.

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los mercados financieros en México mostraron un comportamiento negativo (Gráfica 6). Este desempeño obedeció a diferentes factores, dentro de los cuales destacan el fortalecimiento que en general mostró el dólar frente a prácticamente todas las divisas del mundo y el incremento que se observó en las tasas de interés en Estados Unidos, el cual afectó de manera adversa a las tasas de interés en México. Adicionalmente, la mayor incertidumbre respecto al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) generó que muchos participantes decidieran cubrir parcialmente su exposición a los activos financieros en México.

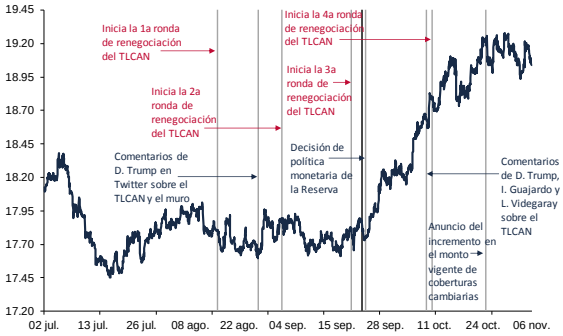
Gráfica 6
Movimiento de los mercados financieros en México
Pesos por dólar, unidades, puntos base, porcentaje



*Índice de Precios y Cotizaciones.
Nota: Se considera el periodo desde la última decisión de Banco de México a la fecha.
Fuente: Bloomberg y PIP.

De esta manera, el peso mexicano presentó una depreciación de 6.7 por ciento frente al dólar estadounidense desde la última decisión de política monetaria de este Instituto Central (Gráfica 7). Cabe destacar que en términos de flujo, la depreciación observada estuvo acompañada por una reducción en las posiciones de riesgo largas en pesos, primordialmente de inversionistas extranjeros que invierten en horizontes de muy corto plazo. En contraste, los inversionistas extranjeros con horizonte de inversión de más largo plazo incrementaron marginalmente su exposición a los mercados financieros en México. En este contexto, las condiciones de operación observadas en el mercado cambiario mostraron un ligero deterioro (Gráfica 8).

Gráfica 7
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



Nota: Corresponde a cotizaciones cada hora del tipo de cambio. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario y tipo de cambio Peso-Dólar
Índice, pesos por dólar

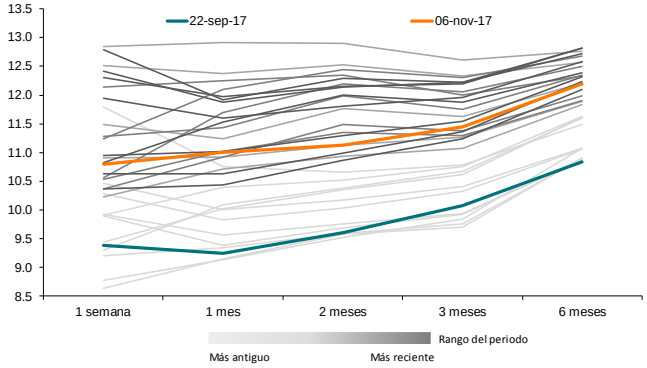
Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias simples entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2016 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.

Por su parte, las condiciones de operación prospectivas para la cotización de la moneda nacional, medidas a través de la volatilidad y el sesgo implícitos en las opciones, mostraron un deterioro. Esto, reflejando en gran medida la incertidumbre del mercado respecto al resultado del proceso de renegociación del TLCAN y las próximas elecciones presidenciales en México (Gráfica 9 y Gráfica 10).

Por último, cabe destacar que el pasado 25 de octubre la Comisión de Cambios decidió incrementar el monto vigente de coberturas cambiarias en 4 mil millones de dólares a través de un programa de subastas semanales en las que en la primera

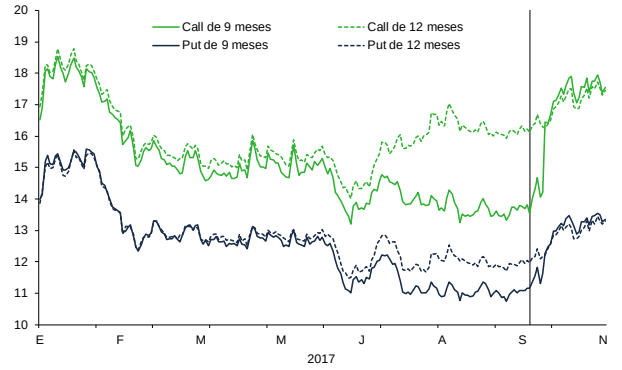
semana se ofrecieron mil millones de dólares y 500 millones en las semanas subsecuentes y hasta agotar el monto. El calendario de subastas concluye el próximo 6 de diciembre y los vencimientos serán renovados hasta que la propia Comisión instruya lo contrario.

Gráfica 9
Curva de volatilidad implícita en las opciones cambiarias del peso mexicano frente al dólar estadounidense
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

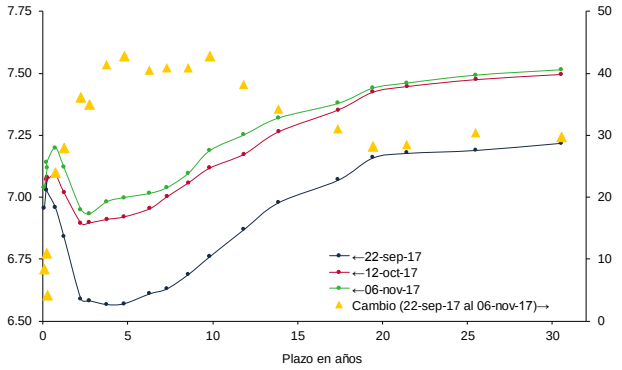
Gráfica 10
Volatilidad implícita en las opciones del peso dólar con vencimiento a 9 y 12 meses
Porcentaje



Nota: La volatilidad implícita se toma a 25 deltas para los plazos seleccionados. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Reuters.

En lo que respecta al mercado de deuda, desde el último anuncio de política monetaria la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó incrementos generalizados de hasta 40 puntos base (Gráfica 11). Lo anterior estuvo asociado principalmente a un incremento generalizado de las tasas de interés de Estados Unidos, a la depreciación observada de la moneda nacional, y a la interpretación del mercado de que, ante los riesgos que siguen presentes, el Banco de México estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que prevalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, y se logre la convergencia de esta a su objetivo. Las condiciones de operación en este mercado también observaron un ligero deterioro.

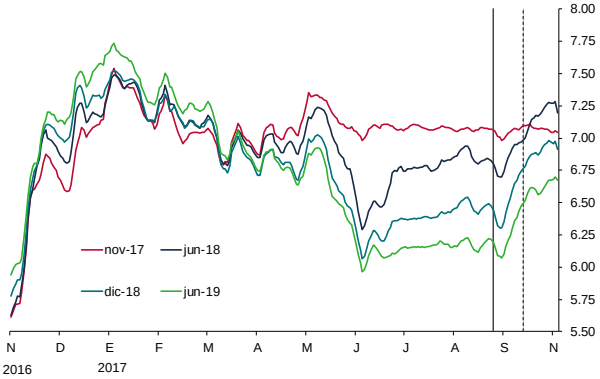
Gráfica 11
Curva de rendimientos de valores gubernamentales
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

Finalmente, en lo que respecta a las expectativas de la tasa objetivo de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, se sigue anticipando que la tasa de referencia permanezca en su nivel actual de 7 por ciento al cierre de 2017 y que para el cierre de 2018 dicha tasa se ubique en niveles cercanos a 6.90 por ciento (Gráfica 12). Por su parte, el consenso de los principales economistas continúa previendo que la tasa referencia finalice el 2018 en un nivel de 6.50 por ciento.

Gráfica 12
Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIIE a 28 días
Porcentaje

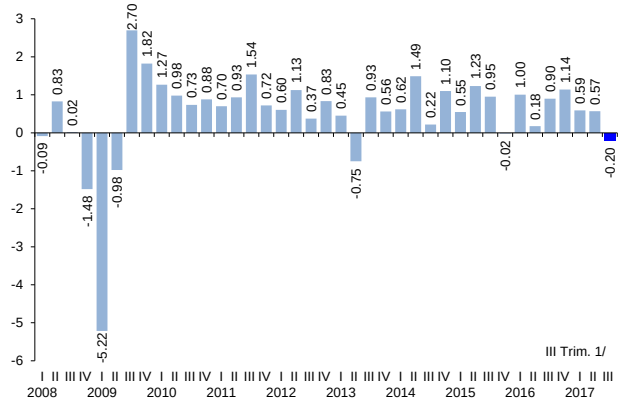


Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México. La línea negra punteada representa la publicación de las minutas de esa decisión.
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

2.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el tercer trimestre de 2017, la actividad económica en México registró una contracción respecto al trimestre previo, de acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI (Gráfica 13). Dicho comportamiento reflejó tanto el acentuamiento de la desaceleración de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos temporales de los sismos y de la importante reducción de la plataforma de producción petrolera en septiembre. En particular, durante el tercer trimestre de 2017 tanto las exportaciones, como el consumo privado, siguieron presentando una trayectoria creciente, si bien este último registró un menor ritmo de expansión respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016. Además, prevaleció la atonía que la inversión ha venido exhibiendo desde la segunda mitad de 2015.

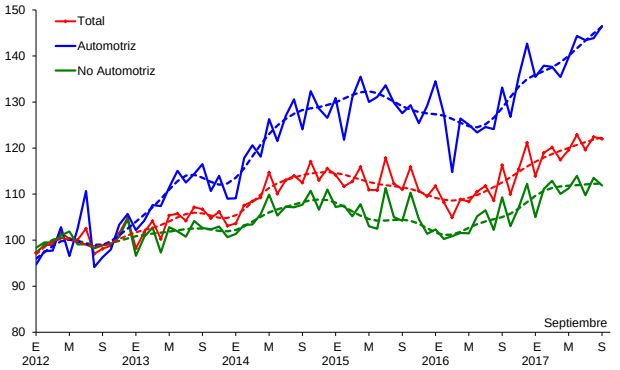
Gráfica 13
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2017 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con respecto al desempeño de la demanda externa, en el tercer trimestre de 2017 las exportaciones manufactureras de México siguieron registrando una trayectoria creciente, de manera congruente con la gradual recuperación de la economía y comercio globales. Esta evolución reflejó, en buena medida, el comportamiento de las exportaciones automotrices, toda vez que las no automotrices presentaron cierta desaceleración (Gráfica 14). En cuanto al desempeño de la demanda interna, en el bimestre julio – agosto el consumo privado continuó exhibiendo una trayectoria creciente, si bien con cierta pérdida de dinamismo respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016. En este sentido, algunos indicadores oportunos, aunque de menor cobertura, tales como los ingresos en establecimientos al por menor y las ventas de vehículos ligeros, han exhibido una importante pérdida de dinamismo en lo que va del año. Por su parte, se prolongó la atonía que la inversión ha mostrado desde la segunda mitad de 2015. En particular, la trayectoria creciente de la inversión en maquinaria y equipo se ha visto contrarrestada por la tendencia decreciente en el gasto de inversión en construcción.

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2012 = 100, a. e.



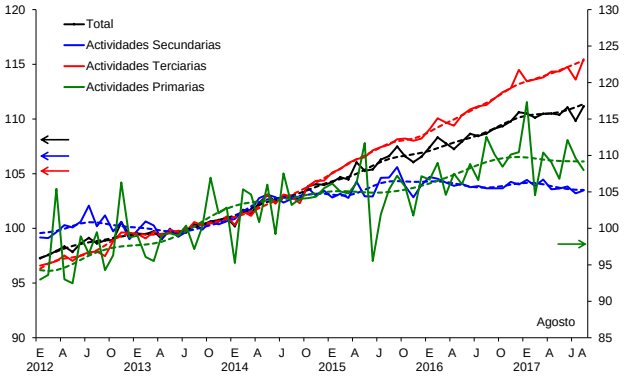
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

En relación a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, de acuerdo a la estimación oportuna del INEGI en el tercer trimestre de 2017 se acentuó el débil desempeño que la actividad industrial ha mostrado desde mediados de 2014, al tiempo que las actividades terciarias presentaron una contracción (Gráfica 15). Al interior de la actividad industrial, destaca la tendencia negativa que mantuvo la minería en el bimestre julio – agosto (Gráfica 16). Además, en septiembre la plataforma petrolera registró una notoria contracción, si bien la producción se recuperó a principios de octubre. Adicionalmente, persistió la debilidad de la construcción. En contraste, la actividad manufacturera continuó presentando una trayectoria positiva.

En cuanto al comportamiento de los servicios, el crecimiento que estas actividades registraron en el bimestre julio – agosto reflejó, principalmente, la expansión en los rubros de transporte e información en medios masivos y de los servicios financieros e inmobiliarios, toda vez que el comercio muestra cierta desaceleración. Sin embargo, es de preverse que ello se vea contrarrestado por los efectos adversos de los sismos que ocurrieron en septiembre, toda vez que se anticipa que se observe

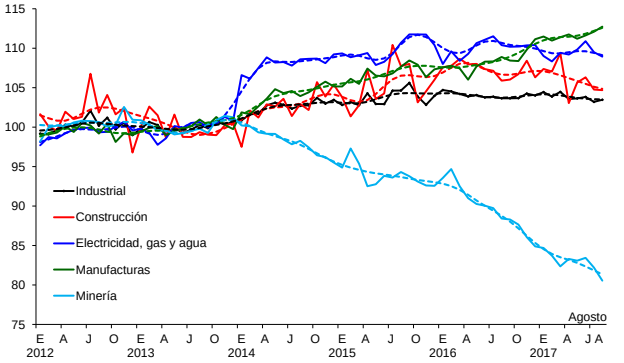
una contracción en dicho mes en los rubros de educación, servicios de alojamiento temporal, servicios de esparcimiento y ciertos rubros asociados a los servicios inmobiliarios.

Gráfica 15
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.

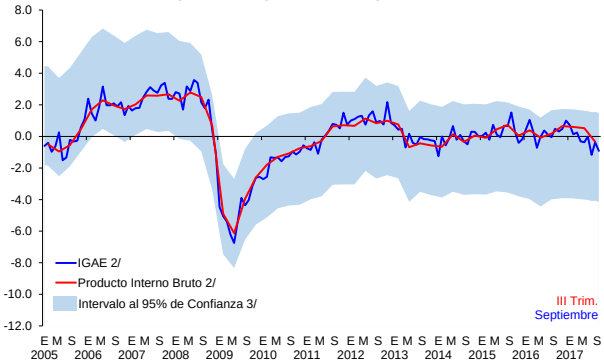
Gráfica 16
Actividad Industrial
Índices 2013 = 100, a. e.



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

La nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base del Sistema de Cuentas Nacionales de México publicado por el INEGI sugiere que la estimación de la brecha del producto fue ligeramente positiva en algunos trimestres hasta el segundo del presente año, si bien no distinta de cero desde un punto de vista estadístico. No obstante, la contracción de la actividad económica en el tercer trimestre condujo a que la estimación de la brecha disminuyera y se situara nuevamente en niveles negativos cercanos a cero (Gráfica 17). Este comportamiento parecería ser más congruente con el hecho de que las condiciones del mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. Sin embargo, hasta ahora no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario, aunque un aumento del salario mínimo para 2018 desproporcionado con relación a la variación de la productividad podría cambiar lo anterior.

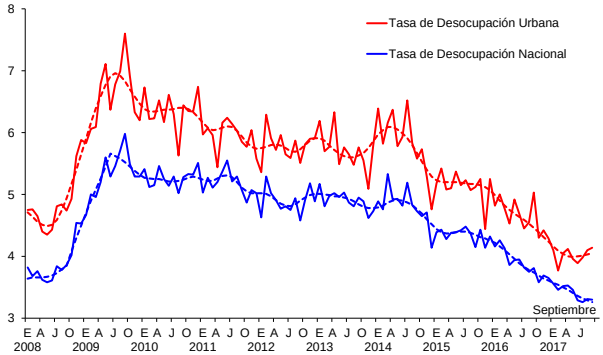
Gráfica 17
Estimaciones de la Brecha del Producto[1/]
Porcentajes del producto potencial, a. e.



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ El dato del PIB del tercer trimestre de 2017 corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI; la cifra del IGAE de septiembre de 2017 corresponde al dato implícito para ese mes congruente con la cifra del PIB oportuno.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

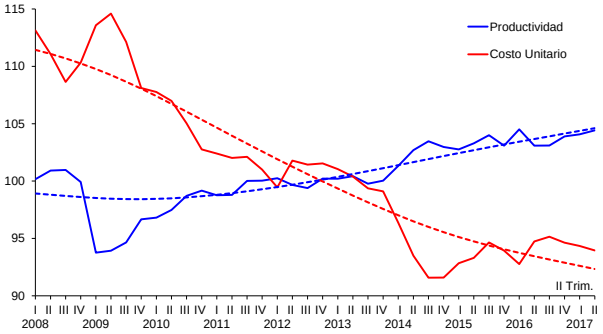
En cuanto a la evolución del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron ubicándose en niveles especialmente bajos, si bien esta última parecería haber dejado de disminuir (Gráfica 18). Además, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria positiva. En este contexto, si bien el desempeño reciente de las remuneraciones medias reales por hora trabajada ha resultado en cierta estabilización de los costos unitarios de la mano de obra, estos se ubican en niveles superiores a los registrados en 2014 (Gráfica 19).

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



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

Gráfica 19
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra[1/]
Índices 2013 = 100, a. e.



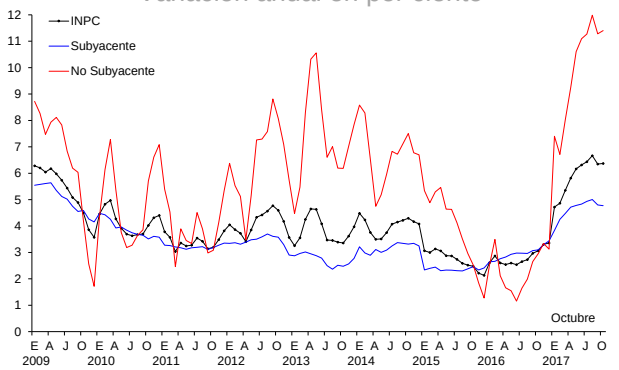
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Productividad con base en las horas trabajadas. Series con Base 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México.
Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.

En el tercer trimestre de 2017, el financiamiento total al sector privado no financiero continuó expandiéndose a una tasa relativamente baja, si bien ligeramente superior a la del trimestre previo. Ello resultó de la reactivación del mercado de deuda externa, toda vez que el financiamiento interno moderó su ritmo de expansión. No obstante, al interior de este último se observó una evolución diferenciada de sus componentes. Por un lado, el financiamiento interno a las empresas siguió expandiéndose con dinamismo, en tanto que el crédito a los hogares continuó creciendo a tasas relativamente bajas en prácticamente todos sus segmentos. Ello, en un entorno de costos de financiamiento más elevados que los observados el año pasado –como reflejo de los incrementos recientes en el objetivo sobre la tasa de interés interbancaria a un día– e índices de morosidad que, en general, se mantienen en niveles relativamente bajos. Lo anterior es un indicio de que los mercados de fondos prestables continúan sin registrar presiones de demanda.

2.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual alcanzó un máximo en agosto de 2017, registrando un nivel de 6.66 por ciento, para después disminuir a 6.35 por ciento en septiembre. Posteriormente, en octubre se ubicó en 6.37 por ciento, debido principalmente, al comportamiento de la inflación no subyacente, donde algunos energéticos han presentado aumentos no esperados en sus precios, destacando el gas L.P. (Gráfica 20 y Cuadro 1).

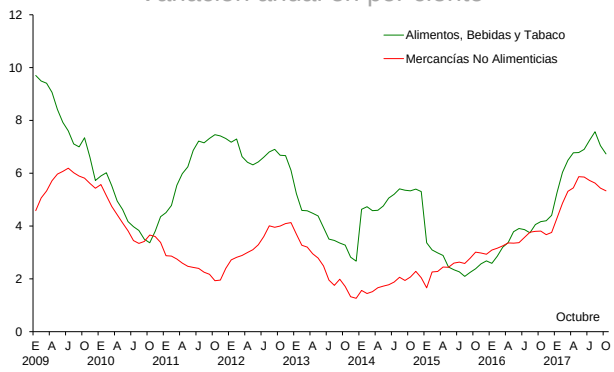
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

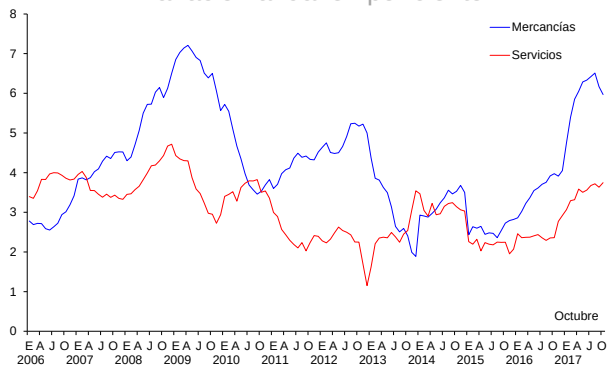
La inflación subyacente anual continuó con la tendencia a la baja que ha mostrado desde que alcanzó un máximo de 5.00 por ciento en agosto, al pasar de 4.80 a 4.77 por ciento entre septiembre y octubre. Al respecto, los precios de las mercancías, tanto alimenticias como no alimenticias, siguieron mostrando disminuciones en sus tasas de crecimiento anual (Gráfica 21). Por su parte, la tasa de variación anual de los precios de los servicios continuó presentado una ligera tendencia al alza, si bien se ha mantenido en niveles inferiores a 4.0 por ciento. Adicionalmente, el fin de la gratuidad en los servicios de telefonía móvil y fija que se había otorgado en respuesta al sismo del 19 de septiembre contribuyó a incrementar dicha tasa entre septiembre y octubre (Gráfica 22 y Cuadro 1).

Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento

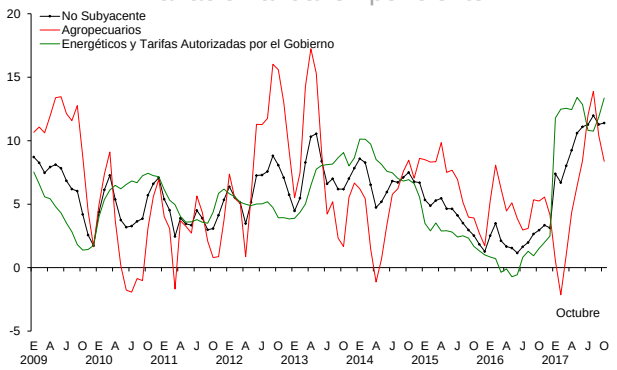


Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre septiembre y octubre, la inflación no subyacente anual pasó de 11.28 a 11.40 por ciento. Este resultado refleja, en buena medida, los aumentos de precios de algunos energéticos, sobresaliendo el caso del gas L.P. Más aún, la gratuidad que se presentó en algunos servicios de este componente derivados del sismo mencionado (Metro y autobús urbano en la Ciudad de México, así como algunas autopistas y estacionamientos) dio lugar a una reducción adicional en este indicador en septiembre, la cual se revirtió en octubre (Gráfica 23 y Cuadro 1).

Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron ajustes que siguen siendo congruentes con un aumento temporal en la inflación. En particular, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2017 permaneció en alrededor de 6.25 por ciento entre las encuestas de agosto y octubre. Ello luego de que en septiembre aumentara a 6.30 por ciento. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el cierre de 2018 y 2019 se mantuvieron estables, en 3.8 y 3.5 por ciento, respectivamente, al igual que aquellas de largo plazo, las cuales permanecieron en niveles cercanos al 3.5 por ciento. Por 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 se incrementaron, ubicándose cerca de 3.5 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario registró un incremento.

Gráfica 23
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Se espera que durante el resto de 2017 la inflación general anual continúe con una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. En 2019, se anticipa que esta fluctúe alrededor de dicho objetivo. Lo anterior considera la expectativa de un comportamiento ordenado del tipo de cambio, así como una disminución importante de la inflación no subyacente en los meses siguientes y durante 2018. En lo referente a la inflación subyacente anual, se prevé que permanezca por arriba de 4.0 por ciento el resto de 2017, aunque bastante por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, que alcance niveles moderadamente por encima de 3.0 por ciento a finales de 2018, y que se ubique alrededor de ese nivel en 2019.

Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores se encuentran los siguientes. Al alza, que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN o a una reacción adversa de

los mercados al proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. Que se presenten aumentos en los precios de algunos bienes agropecuarios, si bien el impacto de ello sobre la inflación sería transitorio. También, que sigan presentándose presiones importantes al alza en los precios de algunos energéticos; en particular, del gas L.P., tal como se ha venido observando. Asimismo, considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, aunado a la posibilidad de un incremento en el salario mínimo desproporcionado respecto a la variación de la productividad, que el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra se refleje en la inflación. A la baja, que se aprecie la moneda nacional como resultado de un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. De igual forma, que las reformas estructurales den lugar a disminuciones adicionales en diversos precios de la economía. En este mismo sentido, que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado.

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

Concepto	Diciembre 2016	Septiembre 2017	Octubre 2017
INPC	**3.36**	**6.35**	**6.37**
Subyacente	**3.44**	**4.80**	**4.77**
Mercancías	**4.05**	**6.17**	**5.97**
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	7.05	6.73
Mercancías no Alimenticias	3.76	5.44	5.33
Servicios	**2.92**	**3.63**	**3.75**
Vivienda	2.41	2.64	2.65
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.73	4.74
Otros Servicios	3.04	4.34	4.60
No Subyacente	**3.13**	**11.28**	**11.40**
Agropecuarios	**4.15**	**10.40**	**8.37**
Frutas y Verduras	4.31	17.96	13.21
Pecuarios	4.06	5.91	5.50
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	**2.49**	**11.86**	**13.36**
Energéticos	2.42	15.26	16.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.60	6.08	8.09

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que la actividad económica mundial continuó expandiéndose durante el tercer trimestre del año, reflejando un ritmo de crecimiento más generalizado tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. La mayoría recalcó que la información oportuna de la actividad económica en México indica que esta registró una contracción durante el tercer trimestre de 2017, lo cual contrasta con el dinamismo que exhibió en la primera mitad del año. Notó que las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. Sin embargo, hasta ahora, no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario. Destacó que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja. Respecto a la inflación, todos notaron que, después de haber presentado una tendencia creciente desde mediados de 2016, la inflación general alcanzó su máximo en agosto de 2017, como era anticipado. La mayoría mencionó que lo anterior se debe, por una parte, al desvanecimiento parcial de los efectos de los choques a los que ha estado expuesta la economía, y, en particular, la inflación y, por otra, a las acciones de política monetaria. Así, destacó que la inflación general anual disminuyó de agosto a octubre. La mayoría apuntó que anticipa que durante lo que resta de 2017 la inflación general anual continúe exhibiendo una tendencia a la baja y espera que dicha tendencia se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. Señaló que 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.

Con respecto a la actividad económica mundial, un miembro de la Junta mencionó que, si bien la información oportuna sugiere una ligera desaceleración en los últimos meses de este año, sigue destacando la relativa fortaleza del repunte cíclico, tanto en términos de tasas de crecimiento del producto por encima del potencial, como de una mayor generalización de este proceso entre economías. Otro integrante señaló que, a pesar del favorable desempeño de la economía mundial, no parecen observarse presiones inflacionarias a nivel global. La mayoría apuntó que para el resto de 2017 y para 2018 se prevé que la economía mundial mantenga una moderada aceleración. No obstante, consideró que este escenario de crecimiento sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre en el ambiente geopolítico, la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en la mayoría de las principales economías y posibles políticas proteccionistas en diversas regiones. Uno añadió como riesgo la incertidumbre sobre las políticas públicas que podrían implementarse en Estados Unidos, y concluyó que el balance de riesgos para el crecimiento global continúa siendo negativo.

La mayoría destacó que en Estados Unidos, el mercado laboral siguió fortaleciéndose y la actividad económica mantuvo un crecimiento sólido, a pesar de los efectos temporales de los huracanes que afectaron a dicho país. Algunos miembros indicaron que no obstante el favorable desempeño del mercado laboral y una brecha del producto más cerrada, no parecería haber presiones sobre la inflación. La mayoría de los integrantes de la Junta destacó que, si bien la inflación en Estados Unidos se ha ubicado persistentemente por debajo del 2 por ciento, la Reserva Federal continúa anticipando que esta converja gradualmente a ese nivel. Uno mencionó que Estados Unidos transita por un ciclo atípico, ya que registra la tasa de desempleo más baja desde hace más de 16 años y presenta una inflación inferior a la meta, con la expectativa de que esta converja a su objetivo de manera gradual en los próximos años. Argumentó que dicha previsión podría estar incorporando los efectos positivos de algunos cambios estructurales, como el avance tecnológico y la globalización, por lo que destacó que el balance de riesgos para la inflación en ese país parece haberse tornado más incierto. La mayoría coincidió en que este panorama podría cambiar ante una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en Estados Unidos. Al respecto, un miembro señaló que, no obstante algunos avances recientes en materia fiscal, todavía se percibe lejano el logro de los acuerdos requeridos para la implementación de una reforma a las finanzas públicas, persistiendo dudas en cuanto a su magnitud, alcance y potenciales efectos sobre la evolución de la economía. Adicionalmente, algunos integrantes comentaron que se ha observado una apreciación del dólar con respecto a la mayoría de las monedas, congruente con una mejoría del crecimiento relativo de ese país con relación a sus principales socios comerciales, con el proceso de normalización de su política monetaria, y con la posibilidad de la aprobación del plan fiscal ya mencionado. Uno de ellos apuntó que la evolución de la economía estadounidense no parecería estar

acompañada de un proceso de endeudamiento excesivo, ni de la presencia de burbujas en sus mercados financieros. Sin embargo, advirtió que el mercado accionario de ese país podría ser una excepción.

La mayoría señaló que la Reserva Federal inició el programa de reducción de su hoja de balance en octubre, y que en su reunión de noviembre el Comité Federal de Mercado Abierto mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales, si bien se han reforzado las perspectivas de que incremente su tasa de referencia en diciembre. Uno mencionó que, en respuesta a las acciones de la Reserva Federal y a las declaraciones de sus miembros con relación a un posible incremento de tasas de interés en diciembre de este año, a partir de mediados de septiembre las tasas de interés en los bonos del Tesoro se incrementaron en todos sus plazos, y de manera más pronunciada en los bonos de menor plazo. Algunos integrantes añadieron que se espera que continúe la normalización gradual de la política monetaria durante 2018. Uno de ellos señaló que lo anterior se daría tanto a través de una reducción de su hoja de balance, como de aumentos adicionales de su tasa de referencia. No obstante, agregó que se mantiene una marcada discrepancia para la trayectoria de la tasa de fondos federales entre las proyecciones de la Reserva Federal y las expectativas implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado. En este sentido, algunos advirtieron que existe la posibilidad de que el potencial estímulo fiscal en Estados Unidos dé lugar a un apretamiento más acelerado de la postura de política monetaria en ese país.

En cuanto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros comentó que estas han presentado un ritmo de crecimiento más generalizado entre países y sectores. Mencionó que en la Eurozona y Japón siguió observándose una recuperación de la actividad económica, a la vez que la inflación ha permanecido en niveles bajos. Por su parte, otro integrante notó que a pesar de la recuperación cíclica que muestran las economías avanzadas, existe la percepción de que el crecimiento potencial se ha reducido y que la productividad se ha desacelerado. Algunos apuntaron que, a pesar de que en este grupo de economías han disminuido las tasas de desempleo y las brechas del producto, no se han presentado presiones salariales ni inflacionarias. Inclusive, uno de ellos destacó que en dichas economías se mantiene la expectativa de que la inflación permanecerá baja por un periodo prolongado, y en algunos casos, en niveles inferiores a las metas de sus bancos centrales.

Algunos integrantes consideraron que las principales economías avanzadas presentan un balance complejo en el que la actividad económica parece consolidarse en un entorno de baja inflación con posturas monetarias acomodaticias, especialmente en la zona del euro y Japón, contribuyendo a mantener la compresión en las primas por plazo. Explicaron que el Banco Central Europeo anunció la reducción del monto mensual de compras de activos de 60 a 30 mil millones de euros de enero a septiembre de 2018, si bien destacó que las tasas de interés de corto plazo se mantendrían en los niveles actuales hasta después de la finalización del programa de compra de activos. Adicionalmente, puntualizaron que en Japón persiste el estímulo monetario tanto en las compras de activos, como en el control de la tasa de interés de 10 años, y destacaron que los resultados de las recientes elecciones han reforzado la continuidad de dichas políticas. Uno especificó que el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de referencia. Otro consideró que el bajo crecimiento potencial y la desaceleración de la productividad de las economías avanzadas han mantenido las tasas neutrales de interés en niveles relativamente reducidos. Asimismo, algunos apuntaron que la ausencia de presiones inflacionarias y las débiles expectativas de inflación explican la percepción de que un entorno de bajas tasas de interés a nivel global prevalecerá en el futuro previsible, a pesar del proceso de normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas. Sin embargo, uno señaló que persiste la posibilidad de sorpresas, entre otros motivos, dada la dificultad que estos bancos centrales enfrentan para evaluar de manera precisa el grado de avance hacia el logro de sus objetivos.

Respecto a la actividad productiva de las economías emergentes, la mayoría resaltó que esta siguió recuperándose en gran parte de los casos durante el tercer trimestre. Algunos miembros consideraron que en dichas economías persisten diferentes e importantes retos asociados a factores idiosincrásicos, y que los procesos inflacionarios han estado influenciados por diversos aspectos de carácter local. Explicaron que el grupo de países con alta exposición a las materias primas que registró una importante depreciación cambiaria y ajustes considerables en sus economías hace dos años, ha comenzado a presentar menores presiones inflacionarias, a la vez que sus bancos centrales han estado reduciendo sus tasas de interés. Adicionalmente, la mayoría apuntó que la economía de China siguió creciendo a un ritmo relativamente elevado. No obstante, un miembro consideró que no es posible descartar escenarios de dificultades económicas en dicho país, pues aún se presentan

niveles elevados de endeudamiento y otras vulnerabilidades de consideración, especialmente en su sector financiero.

La mayoría de los integrantes destacó que prevalece una situación de baja volatilidad en los mercados financieros internacionales, y que estos han continuado registrando un comportamiento relativamente ordenado. Uno de ellos agregó que un entorno de recuperación más sincronizada entre las economías avanzadas, la ausencia de presiones inflacionarias y las bajas tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos, han impulsado mejoras en la valuación de diversos activos, propiciando entre los inversionistas una búsqueda de mayores rendimientos. Añadió que esto ha dado lugar a que las economías emergentes hayan registrado importantes flujos de capital, tanto en los mercados accionarios, como de renta fija. No obstante, algunos advirtieron que lo anterior se puede revertir ante la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas. Algunos notaron además que los flujos de capital hacia las economías emergentes se han moderado en las últimas semanas, resultando en una menor cotización de sus monedas. Uno de ellos añadió que lo anterior causó presiones al alza sobre las tasas de interés y dio lugar a un relativo apretamiento de las condiciones financieras externas enfrentadas por estas economías. Mencionó que se han observado reasignaciones de portafolios hacia algunos activos de economías avanzadas que se han reflejado en incrementos adicionales de sus precios, lo que ha despertado inquietud sobre su posible sobrevaluación. Asimismo, otro agregó que la incertidumbre en el balance de riesgos para la inflación en Estados Unidos podría ser un factor preponderante en el comportamiento de los mercados financieros internacionales en los próximos trimestres.

La mayoría de los miembros señaló que la información oportuna de la actividad económica en México indica que esta registró una contracción durante el tercer trimestre de 2017, lo cual contrasta con el dinamismo que exhibió en la primera mitad del año. Explicó que a ello contribuyó tanto la desaceleración de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos adversos, si bien temporales, ocasionados por los sismos ocurridos en septiembre y por la importante reducción en la producción petrolera en ese mes. Algunos integrantes puntualizaron que, independientemente de la distorsión temporal de las cifras resultado de los desastres naturales antes señalados, la economía parece continuar con una tendencia de desaceleración gradual. Uno aclaró que el crecimiento para el tercer trimestre ajustado para excluir el impacto de dichos choques muestra una ligera expansión del PIB, pero inferior a la observada en el primer semestre del año. Otro añadió que en los últimos años, la economía mexicana ha enfrentado importantes choques y que aún enfrenta factores de riesgo considerables, lo que ha dado como resultado un ciclo económico irregular y vulnerable. Respecto a las actividades productivas, notó que el cambio del año base de 2008 a 2013 para las estadísticas de producción dio lugar a una menor ponderación de la actividad industrial, especialmente la petrolera, y a una mayor ponderación de los servicios, por lo que se revisaron al alza las cifras más recientes de crecimiento. En cuanto al comportamiento de la demanda agregada, destacó que esta ha estado sujeta a un ajuste considerable, tanto por la mayor incertidumbre a la que ha estado ligada la economía, como por el importante cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real y el efecto de mayores tasas de interés reales. Agregó que, en términos generales, este ajuste ha sido ordenado. En este contexto, la mayoría coincidió en que las exportaciones manufactureras y el consumo privado mantuvieron una tendencia positiva, aunque este último se ha desacelerado. Uno especificó que, dentro de los principales elementos de apoyo al consumo, destacan las remesas, la sostenida generación de empleo y la disponibilidad de crédito. Por otra parte, la mayoría advirtió que persistió la atonía de la inversión. Un integrante argumentó que el crecimiento promedio relativamente moderado de la economía en la última década y media puede estar siendo afectado por diversas razones. En primer lugar, señaló la reducción considerable en la inversión pública durante ya varios años, toda vez que es difícil que la inversión privada la sustituya eficazmente. Detalló que con las nuevas cifras que consideran al año 2013 como base, la inversión pública del segundo trimestre de 2009 al segundo trimestre de 2017 cayó 39 por ciento. Indicó que 28 de 33 trimestres muestran un crecimiento anual negativo de dicha inversión en ese periodo y que, considerando cifras ajustadas por estacionalidad, fueron 22 trimestres. Manifestó, asimismo, que posiblemente diversas políticas estén afectando de manera importante la asignación eficiente de recursos en algunos sectores. En este contexto, algunos consideraron que, a pesar de que las reformas estructurales implementadas hace algunos años avanzan en la dirección correcta, se necesita profundizar más en el diseño de reformas que conduzcan a un mejor cumplimiento del estado de derecho. En particular, uno expresó que las condiciones de inseguridad en el país están minando la certidumbre sobre los derechos de propiedad, lo cual considera un elemento esencial

para que se registre un proceso dinámico de inversión. Agregó que las instituciones deben brindar un compromiso creíble para que la inversión, tanto en capital físico como en capital humano, sea rentable.

Algunos miembros coincidieron en que, para este año y el siguiente, se espera que la economía mexicana continúe registrando un crecimiento moderado. Uno de ellos consideró que las cifras de crecimiento para el PIB durante el cuarto trimestre del año seguramente mostrarán un sesgo positivo al compensarse el efecto de los choques transitorios que experimentó la economía recientemente. Con respecto a la perspectiva de los componentes de la demanda agregada, subrayó que es probable que, durante los próximos meses, el consumo privado siga resintiendo el efecto de la caída de los salarios reales y los bajos niveles de confianza, si bien la magnitud de esta desaceleración es incierta, dada la resiliencia que ha mostrado el consumo de servicios. Por otro lado, estimó que no se vislumbra un panorama de recuperación de la inversión, tomando en cuenta, por una parte, los esfuerzos de ajuste de las finanzas públicas y, por otra, los diversos factores de incertidumbre —tanto de este año como del próximo— que la están afectando. En contraste, argumentó que, dada la evolución esperada del PIB en Estados Unidos y especialmente de la producción industrial en ese país y el resto del mundo, se espera que las exportaciones mexicanas continúen impulsando la actividad económica.

La mayoría advirtió que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja, principalmente debido a que la incertidumbre asociada a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) ha mantenido en niveles deprimidos la inversión y posiblemente es una de las causas de la desaceleración del consumo. Al respecto, uno de los miembros mencionó que una renegociación desfavorable del TLCAN podría representar un fuerte choque sobre el crecimiento potencial de la economía, lo que se traduciría en una importante depreciación del tipo de cambio real. Finalmente, otro agregó como factor de preocupación la incertidumbre derivada del proceso electoral que tendrá lugar en México en 2018 e indicó que, además, sigue latente la posibilidad de nuevos episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales.

Todos los miembros de la Junta señalaron que las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. Al respecto, uno mencionó que la creación de empleos ha sido muy alta, aunque se ha concentrado en empleos de relativamente baja productividad. Otro apuntó que la tasa de desempleo que considera a los trabajadores informales asalariados se ha situado persistentemente, por más de año y medio, por debajo de la tasa de desempleo que no acelera a la inflación respectiva. Indicó que incluso el intervalo de confianza a dos desviaciones estándar se sitúa ya en su totalidad por debajo de cero en los últimos meses. La mayoría coincidió en que, hasta ahora, no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario, aunque un aumento en el salario mínimo para 2018 desproporcionado con relación a la variación de la productividad podría cambiar lo anterior. Además, un miembro indicó que ante este complejo entorno, el mercado laboral debe seguir siendo monitoreado de manera estrecha a fin de poder identificar su papel en la formación de precios. Respecto a otros factores de la producción, un integrante añadió que la utilización de capacidad en el sector manufacturero sigue situándose en niveles históricamente muy elevados. Agregó que, si bien al parecer la demanda agregada no está presionando los precios de manera importante, tampoco puede esperarse que la poca o nula holgura en los mercados de insumos y de bienes y servicios contribuya a reducir rápidamente la inflación subyacente en los siguientes meses. En este contexto, la mayoría añadió que la nueva medición del PIB con el cambio de año base a 2013 sugiere que la brecha del producto fue ligeramente positiva en algunos trimestres hasta el segundo del presente año, aunque estadísticamente no distinta de cero. Al respecto, un miembro recalcó que, si bien este comportamiento es más congruente con la lectura del mercado laboral, la señal que se extrae de la brecha del producto no es estadísticamente significativa. Por otro lado, la mayoría apuntó que la contracción en la actividad exhibida en el tercer trimestre implicó que la estimación de la brecha disminuyera y se ubique nuevamente en niveles negativos cercanos a cero. Uno agregó que la desaceleración de la actividad económica y la expansión moderada que se anticipa para los siguientes trimestres sugieren que no se observarán presiones significativas de demanda en la economía. Sin embargo, ahondando sobre la brecha del producto, otro miembro destacó que utilizando el año 2013 como base, el crecimiento promedio del producto, del primer trimestre de 2001 al segundo trimestre de 2017, fue de 2.1 por ciento. Mencionó que en este contexto, se espera que en 2017 en su conjunto el producto crezca 2 por ciento, y que en 2018 lo haga en 2.3 por ciento, siendo que en los últimos años el crecimiento también se ha situado alrededor de dichas cifras. Señaló que ello sugiere que la economía ha venido mostrando

persistentemente una brecha del producto alrededor de cero por un periodo prolongado, lo que apunta a la ausencia de holgura en la economía por ya cierto tiempo y en el futuro previsible. Otro recalcó que el desempeño económico mejor de lo estimado, incrementa el riesgo de surgimiento de presiones de esta índole, especialmente en un contexto en el que la holgura del mercado laboral se ha reducido de manera considerable. Por su parte, otro miembro añadió que, por el momento, no se perciben presiones sobre los precios asociados a la brecha del producto, por lo que no es un factor que genere grandes riesgos.

Todos los miembros coincidieron en que, después de haber presentado una tendencia creciente desde mediados de 2016, la inflación general alcanzó su máximo en agosto de 2017. Un integrante detalló que diversos indicadores, tales como la inflación mensual anualizada y las medias truncadas, apoyan esta conclusión. La mayoría señaló que la inflación general anual disminuyó de 6.66 por ciento en agosto a 6.35 por ciento en septiembre, ubicándose en 6.37 por ciento en octubre. Mencionó que lo anterior se debe, por una parte, al desvanecimiento parcial de los efectos de los choques a los que ha estado expuesta la economía y, por otra, a las acciones de política monetaria. No obstante, algunos reconocieron que no se ha podido lograr la desinflación a una velocidad adecuada, siendo esta más lenta a la anticipada. Uno de ellos recalcó que se han presentado ciertos factores y noticias adicionales que no se habían contemplado y que han generado este comportamiento. Otro recordó que la inflación continúa mostrando cifras elevadas por encima del límite superior del rango de variabilidad de la meta de 3 por ciento. La mayoría detalló que el repunte en la inflación anual de octubre reflejó fundamentalmente la evolución de la inflación no subyacente. Destacó que, en efecto, dicho subíndice disminuyó de un nivel de 11.98 por ciento en agosto a 11.28 por ciento en septiembre, repuntando a 11.40 por ciento en octubre en respuesta, según algunos miembros, principalmente a aumentos no esperados en los precios del gas L.P. Un miembro enfatizó que la inflación no subyacente se ha mostrado reticente a la baja y que el reciente comportamiento del precio del gas L.P. ha sido muy perjudicial para la misma, el cual ha aumentado en 50 por ciento en los últimos 12 meses y 12.6 por ciento solo en el mes de octubre. Explicó que dicho comportamiento se debe en parte a los cambios en los precios internacionales del gas pero también a un problema muy significativo de falta de competencia en este mercado. Sostuvo que alrededor de 28 puntos base de la inflación general anual observada a octubre parece haberse generado solamente por estos incrementos. La mayoría concordó en que, en contraste, 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. Al respecto, un miembro señaló que la inflación subyacente ha mostrado persistencia y que posiblemente a ello ha contribuido la ausencia de holgura en la economía. Mencionó que, en particular, la inflación de los servicios es elevada y persistente. Sostuvo que la reducción en el precio de las telecomunicaciones ha sido un apoyo fundamental favorable para la inflación en los últimos años, lo cual no podría ser el caso hacia adelante.

La mayoría coincidió en que las expectativas de inflación siguen siendo congruentes con un incremento temporal de la misma durante 2017. Consideró que las expectativas del cierre de este año no presentaron cambios entre agosto y octubre, quedando alrededor de 6.25 por ciento, mientras que las de mediano y largo plazo permanecieron estables alrededor de 3.50 por ciento. Algunos destacaron que las expectativas de largo plazo se mantienen estables, aunque se encuentran por encima de la meta. Uno de ellos notó que aquellas basadas en indicadores de mercado sugieren un aumento de los riesgos para la inflación en el largo plazo. La mayoría estimó que hasta la fecha la secuencia de choques a la que ha estado expuesta la inflación no ha generado efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios, reflejando las acciones de política monetaria implementadas.

La mayoría anticipa que durante lo que resta de 2017 la inflación general anual continúe exhibiendo una tendencia a la baja. Asimismo, espera que dicha tendencia se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. Uno apuntó que el descenso en la inflación debería hacerse más evidente a principios del año entrante como resultado del efecto en la base de comparación derivado de los choques experimentados en los precios de los energéticos a principios de 2017. Otro señaló que ante la trayectoria reciente de la inflación, el nivel y la velocidad a la que esta converja serán más relevantes. Uno opinó que el comportamiento de la inflación observada ha derivado en una trayectoria de desinflación esperada que se ha retrasado ligeramente en el tiempo respecto a la previsión anterior. La mayoría coincidió en que la previsión sobre la trayectoria de la inflación trae implícita la expectativa de un comportamiento ordenado del tipo de cambio, así como una reducción importante de la inflación no

subyacente en los meses siguientes y durante 2018. Uno mencionó que el cumplimento de la meta de inflación al cierre de 2018 depende del supuesto de que la inflación no subyacente muestre un nivel promedio menor a 2 por ciento en el último trimestre de dicho año, lo que implica, en su opinión, un elevado riesgo de incumplimiento con la meta de inflación hacia finales de 2018. Otro agregó a la lista de estos supuestos una apreciación significativa del peso frente al dólar respecto de sus niveles actuales, así como un ajuste modesto al salario mínimo, por lo que concluyó que la probabilidad de alcanzar el objetivo de 3 por ciento hacia el cierre de 2018 se ha venido reduciendo. Enfatizó que la probabilidad asignada por cada miembro de la Junta de Gobierno es distinta, y recalcó que desde su punto de vista esta es muy baja. En el mismo sentido, otro consideró que una revisión de las expectativas de inflación recabadas de encuestas o extraídas de instrumentos mercado, sugiere que el escenario central anterior esperado por el Instituto Central, no es creíble a cabalidad. En cuanto a la inflación subyacente anual, la mayoría espera que permanezca por encima de 4.0 por ciento en 2017, aunque bastante por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que alcance niveles moderadamente por arriba de 3.0 por ciento a finales de 2018. Un miembro añadió que también se espera que la inflación subyacente continúe situándose por encima de 4 por ciento en los primeros meses de 2018. Finalmente, otro subrayó que, aunque los riesgos han aumentado, la postura monetaria del Banco de México sigue siendo congruente con la previsión mencionada anteriormente.

La mayoría de los miembros coincidió en 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. Algunos destacaron que los riesgos se han acentuado en las últimas semanas y que podrían retrasar la trayectoria de desinflación prevista. Uno señaló que algunos de los riesgos que se anticipaban y, particularmente, los relacionados con una depreciación del peso, ya se materializaron, en un entorno de alta volatilidad. Otro indicó que estos riesgos provienen principalmente de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, así como de ciertos factores externos. Como riesgos al alza para la inflación, la mayoría señaló la posibilidad de que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, a una reacción adversa de los mercados al proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos o a un aumento en la volatilidad ante las elecciones de 2018. La mayoría mencionó que podría presentarse un escenario donde se combinen varios o todos estos factores. Uno alertó que, si bien el traspaso ha sido bajo, la depreciación en términos cuantitativos ha sido alta, lo cual podría eventualmente incidir sobre los precios. Otro explicó que los movimientos persistentes del tipo de cambio en una sola dirección, podrían afectar, incluso, la formación de precios en el sector de bienes no comerciables, en donde actualmente el traspaso del tipo de cambio a los precios aún sigue siendo cercano a cero. Ahondando sobre el posible impacto de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, dicho miembro recalcó que dada la incertidumbre respecto a las posibles presiones sobre la inflación o salarios en Estados Unidos, es arriesgado descartar la posibilidad de que se presente un choque inflacionario en ese país, lo que complicaría el proceso de retiro de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal. Finalmente, resaltó que los elevados niveles que han alcanzado la inflación general y la subyacente, así como su elevada persistencia, podrían afectar adversamente la dinámica de los precios en la economía a través del fenómeno conocido como histéresis. Advirtió que, si bien los efectos de los bajos precios de las telecomunicaciones sobre los precios al consumidor parecen ser inciertos, la eliminación de la tarifa cero de interconexión podría conducir a una trayectoria descendente de la inflación de los servicios más lenta. Otro notó que el mejor desempeño económico comparado con el estimado hasta hace poco incrementa el riesgo de un surgimiento de presiones de demanda agregada. La mayoría apuntó que los precios de algunos bienes que inciden principalmente sobre la inflación no subyacente, como el gas L.P. o productos agropecuarios podrían aumentar, si bien su impacto sobre la inflación sería transitorio. Algunos agregaron el riesgo de ajustes adicionales en los precios de los energéticos, y uno de ellos recalcó que dichos precios también podrían resentir las presiones a las que está sujeto el tipo de cambio.

La mayoría consideró que tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, aunado a la posibilidad de un incremento en el salario mínimo desproporcionado respecto de la evolución de la productividad, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría reflejarse en la inflación. Al respecto, algunos resaltaron que en fechas recientes la determinación del salario mínimo ha cobrado mayor relevancia. Uno explicó que, sin duda, el Banco de México busca que los salarios reales aumenten, contribuyendo a ello a través de mantener una inflación baja y estable. Señaló que no se desconoce que posiblemente sí se haya rezagado el salario mínimo y consideró que se debería ir llevando a

cabo una corrección de manera gradual. Sin embargo, alertó que la recuperación del salario mínimo se debe hacer con mucha prudencia para que precisamente se tenga la seguridad de que dicha corrección incida en aumentos en los salarios reales, lo cual a su parecer es el objetivo final. Algunos apuntaron que es importante que los ajustes en el salario mínimo no introduzcan distorsiones que pudieran afectar a la inflación, al empleo o la informalidad, detallando uno de ellos que cerca del 60 por ciento del empleo en México ya se encuentra en el sector informal.

En cuanto a los riesgos a la baja en el desempeño futuro de la inflación, la mayoría apuntó que la moneda nacional podría apreciarse como consecuencia de un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del TLCAN. Adicionalmente, sostuvo que las reformas estructurales podrían dar lugar a disminuciones adicionales en diversos precios de la economía. Finalmente, coincidió en que la actividad económica podría presentar un menor dinamismo que el anticipado.

En cuanto a la evolución de los mercados financieros nacionales, la mayoría destacó que la cotización del peso frente al dólar registró una depreciación e incrementos en su volatilidad. Atribuyó este desempeño a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la posible implementación de un plan fiscal expansionista en dicho país y la incertidumbre con relación al proceso de renegociación del TLCAN. Uno de ellos señaló que el tipo de cambio parece haber sido afectado además, en cierta medida, por preocupación por la situación política interna. Algunos destacaron que el peso también se ha depreciado frente a otras monedas de economías emergentes, y ha sido una de las tres monedas de este grupo de economías cuya depreciación ha sido más pronunciada recientemente, deteriorando las condiciones de operación de dicho mercado. La mayoría apuntó que las acciones que adoptó la Comisión de Cambios contribuyeron a mejorar dichas condiciones. Hacia adelante, la mayoría coincidió en que el tipo de cambio del peso frente al dólar podría verse afectado por los factores externos señalados, así como por el proceso electoral en México durante el siguiente año. Uno argumentó que tomando en cuenta estos riesgos, el escenario más probable es que el tipo de cambio peso-dólar persista durante un periodo considerable en niveles más elevados de los previstos hasta hace poco, aún bajo un escenario optimista. Otro añadió que la materialización de uno o algunos de estos choques podría propiciar episodios de considerable volatilidad en los mercados financieros nacionales. Respecto a las tasas de interés en México, la mayoría indicó que aquellas de corto plazo aumentaron ligeramente, mientras que las de mediano y largo plazo, particularmente de dos años en adelante, registraron incrementos mayores. Notó que como resultado de este comportamiento, la pendiente de la curva de rendimientos registró cierto empinamiento, y que este habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado.

La mayoría indicó que ante el complejo entorno que la economía mexicana está enfrentando, continúa siendo especialmente relevante que las autoridades perseveren en mantener la solidez de los fundamentos macroeconómicos del país. En este contexto, agregó que tanto las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de la inflación a su meta, como el compromiso del Gobierno Federal en relación al cumplimiento de las metas fiscales para 2017 y 2018, han contribuido a fortalecer nuestros fundamentos macroeconómicos. Uno señaló que es necesario contar con posturas fiscal y monetaria que contribuyan a propiciar un ajuste ordenado en la economía y en los mercados financieros, reduciendo la posibilidad de hacer frente a ajustes abruptos en los portafolios de inversión. Otro consideró que, ante la posible agudización del entorno de incertidumbre con la entrada del periodo electoral, es fundamental fortalecer el marco macroeconómico. No obstante, notó que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público presentó un paquete fiscal adecuado a las circunstancias actuales que provee certidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en los próximos años. No obstante, algunos miembros comentaron que la conducción de las finanzas públicas en el mediano y largo plazo sigue enfrentando retos considerables. Uno de ellos detalló que una parte importante de la consolidación fiscal ha recaído en reducir la inversión pública y ello tiene un límite. Otro estimó que de no enfrentarse de manera oportuna, dichos retos pueden dar lugar a dudas sobre la estabilidad macroeconómica. Opinó que en el caso de la inflación, su trayectoria podría verse afectada por la percepción de un inadecuado balance entre las políticas monetaria y fiscal, posibles incrementos agresivos de los precios y tarifas del sector público, y un efecto adverso en el crecimiento potencial de la economía ante el fuerte descenso que ha observado la inversión pública. Uno de ellos puntualizó que ante la naturaleza de los choques que ha enfrentado la economía, muchos de los cuales han sido al tipo de cambio real, es fundamental que la política fiscal se ajuste y continúe con la consolidación fiscal, generando

credibilidad en que la razón de deuda pública a PIB retomará una trayectoria descendente, lo que podría potenciar la efectividad de las acciones de este Instituto Central. Agregó que lo anterior es relevante ante la materialización de algunos de los riesgos descritos, ya que estos podrían afectar las tasas de interés de largo plazo de diversas maneras, debilitando las expectativas de inflación o incrementando algunas primas de riesgo. Por otra parte, un miembro destacó que México cuenta con un sistema bancario fuerte, bien capitalizado y con la capacidad de enfrentar choques. Finalmente, la mayoría enfatizó la importancia que reviste para la evolución del PIB potencial la implementación eficaz de las reformas estructurales.

En cuanto a la política monetaria, la mayoría de los miembros comentó que el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 las medidas conducentes para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de la secuencia de choques que han afectado a la inflación se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. En este contexto, reconoció que estas medidas se han visto reflejadas a través de los diferentes canales de transmisión, los cuales han estado operando cabalmente durante 2017, contribuyendo al cambio de tendencia en la inflación. En particular, algunos mencionaron que se ha observado una moderación en la demanda por crédito, un anclaje de las expectativas de inflación y una significativa apreciación de la moneda nacional frente al dólar desde mediados de enero y hasta finales de septiembre de 2017, si bien esta se revirtió recientemente de forma parcial. Un miembro recordó que el Banco de México ha mantenido su objetivo para la tasa de interés en 7 por ciento, 400 puntos base superior al registrado en diciembre de 2015. Subrayó que esta restricción monetaria ha dado como resultado una tasa real ex ante de corto plazo ligeramente superior al 3 por ciento y una curva de rendimientos que en términos generales se ha mantenido horizontal, si bien con un ligero empinamiento registrado recientemente. Señaló que la forma que ha alcanzado la curva de rendimientos en México ha contribuido a que se presente un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales ante los factores de incertidumbre que enfrenta el país. Al respecto, algunos integrantes enfatizaron que una de las formas de percibir de mejor manera la efectividad de la política monetaria es a través del aplanamiento de la curva de rendimientos, a partir de ajustes en la tasa de referencia, liberando presiones sobre las tasas de interés de largo plazo. Uno de ellos agregó que además de haber contribuido al anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, la política monetaria también ha sido un factor muy relevante para la reducción de la prima por riesgo inflacionario a niveles cercanos a cero, a pesar del repunte que ha mostrado la inflación general. Destacó que las acciones de política monetaria han contribuido de manera importante a la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y, en general, a mejorar las condiciones de operación de dicho mercado. Este miembro añadió que la efectividad de la política monetaria implementada por el Banco de México también se ha favorecido por la percepción de que continuarán prevaleciendo tasas de interés a nivel global relativamente reducidas.

Un integrante, comentó que los choques que han afectado a la inflación han requerido que la postura monetaria interna se haya restringido en mayor magnitud a la presentada en Estados Unidos, por lo que los diferenciales de tasas de interés de corto plazo entre ambas economías se han mantenido cercanos a los 600 puntos base, mientras que los de mayor plazo se ubican alrededor de 470 puntos base. En su opinión, esto confiere margen de maniobra para la conducción de la política monetaria interna respecto a la que adopte la Reserva Federal, si bien aún se enfrenta un entorno incierto. Sin embargo, otros apuntaron que ante la perspectiva de un incremento en la tasa de interés en el país vecino del norte a finales de este año, habrá que evaluar cuidadosamente su incidencia sobre el tipo de cambio del peso frente al dólar y los consecuentes efectos sobre la trayectoria de los precios, con el propósito de determinar si será conveniente modificar la postura monetaria en México. Uno de ellos destacó que considera importante que no se modifique la postura relativa entre México y Estados Unidos, ya que permitir que esta se relaje podría afectar adversamente uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria, por lo que es necesario mantener una postura defensiva. En este contexto, otro mencionó que ante la posibilidad de que la política monetaria en ese país genere ajustes desordenados en portafolios, el Banco de México debe estar muy pendiente para responder oportunamente a los cambios en la posición monetaria respecto a la de Estados Unidos.

Un miembro consideró que existe un riesgo elevado de que el nivel actual de la tasa de interés de política monetaria no permita lograr la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento a finales de 2018. Apuntó que a su parecer, el reto más importante es cómo lograr la meta inflacionaria al menor costo posible para la actividad económica, pero preservando al mismo tiempo la credibilidad del Banco de México. Indicó que es importante tomar en cuenta que aumentar la tasa de referencia en este momento puede incidir sobre la actividad en un

entorno de desaceleración y de riesgos a la baja para el crecimiento, pero al mismo tiempo, mantener la tasa en su nivel actual puede implicar posponer el logro de la meta inflacionaria. Destacó que esta disyuntiva se complica más al considerar que los distintos escenarios de riesgos tienen implicaciones contrapuestas para el manejo de la política monetaria. Opinó que para evitar un efecto adverso en la credibilidad del Banco Central —que se traduciría en repercusiones más severas para la actividad económica— es indispensable reconocer que los márgenes de acción de la política monetaria se han estrechado, por lo que será necesario responder de manera oportuna ante choques que pudieran acrecentar aún más los riesgos para la inflación. Subrayó que hacia adelante podrían requerirse nuevos aumentos en la tasa de interés de referencia dependiendo de las implicaciones que tengan para la inflación diversos eventos, tales como las negociaciones del TLCAN, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y las elecciones de 2018.

Otro enlistó algunos de los principales retos que considera enfrenta la política monetaria en México hacia adelante y reflexionó sobre las acciones que el Banco Central debería tomar ante cada uno de ellos. Destacó lo anterior en un contexto en el que el escenario central para la inflación continúa siendo factible, si bien han aumentado los riesgos para su convergencia en 2018. En primer lugar, indicó que frente a los cambios en precios relativos, el banco debe permitir que estos surtan efecto y estar vigilante a que no se generen efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía, recordando que hasta ahora el Banco ha sido efectivo en no permitir que esto ocurra. En segundo lugar, destacó el riesgo asociado con la depreciación del tipo de cambio, dada la incertidumbre respecto al TLCAN y a una política monetaria más astringente en Estados Unidos. En este contexto, mencionó que, si bien el traspaso de fluctuaciones cambiarias a precios es bajo, la depreciación ha sido alta y esto podría incidir sobre los precios en la economía. Recordó que si la depreciación del peso se genera por resultados desfavorables respecto al TLCAN, este sería un cambio estructural, por lo que se tendrá que observar un ajuste en el tipo de cambio real, el cual no debería combatirse con la política monetaria, sino buscar que el ajuste sea ordenado, evitando efectos de segundo orden. En tercer lugar, consideró el reto relacionado con la postura de política monetaria en Estados Unidos, enfatizando que el Banco debe estar vigilante para responder oportunamente a los cambios en la posición monetaria respecto a la de ese país, para evitar ajustes desordenados en portafolios de inversión y dinámicas adversas. Señaló que otro riesgo, si bien de menor magnitud, se asocia con la brecha del producto y las potenciales presiones inflacionarias, las cuales en su opinión por el momento no se perciben. No obstante, apuntó que ante el hecho de que en el mercado laboral ya no haya holgura, cambios en el salario mínimo significativamente distintos a los de la productividad, podrían generar presiones salariales, por lo que se tendrá que permanecer vigilante en este frente y actuar en caso de que sea necesario. Finalmente, recalcó que dada la incertidumbre que posiblemente se agudice hacia adelante conforme se acerque el periodo electoral, uno de los objetivos que debería tener el Banco de México es ser un factor de certidumbre en momentos de incertidumbre. Así, algunos integrantes apuntaron que es necesario y oportuno que la política monetaria adopte un enfoque de administración de riesgos con una postura monetaria prudente y vigilante.

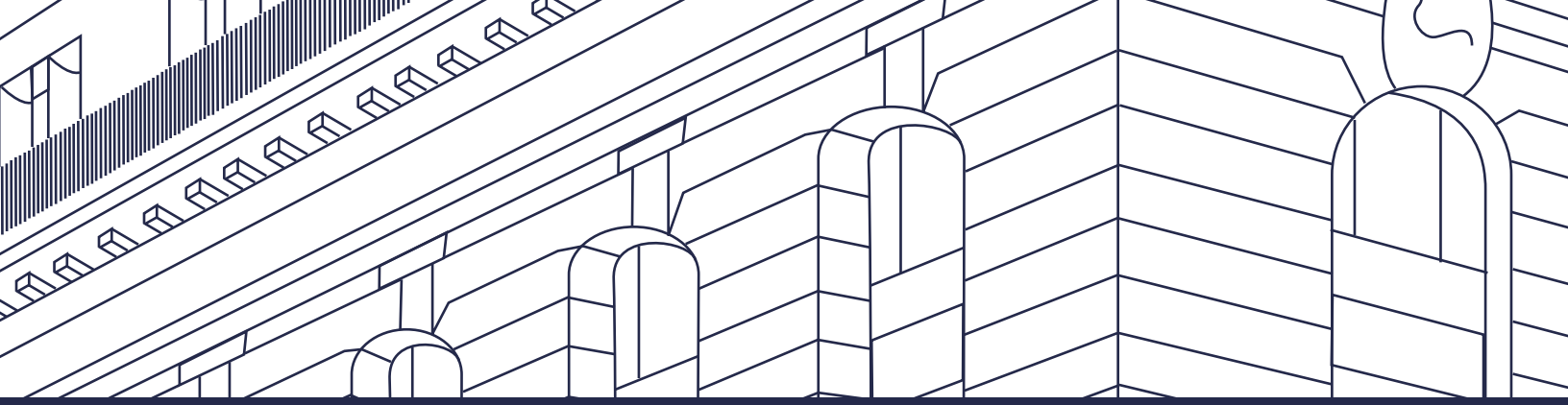
Finalmente, la mayoría mencionó que el hecho de que los canales de transmisión hayan estado operando cabalmente durante 2017 y hayan contribuido al cambio de tendencia en la inflación, fundamenta la previsión central que actualmente se tiene sobre la trayectoria de la misma. Comentó que el nivel actual del objetivo de la tasa de interés interbancaria es congruente con el proceso de convergencia esperada de la inflación a su meta. No obstante, destacó que aún se enfrenta un entorno marcadamente incierto y la economía no está exenta de observar presiones inflacionarias adicionales de consideración en los próximos meses, por lo que la Junta de Gobierno debe estar atenta a mantener en todo momento una postura monetaria prudente y que promueva la convergencia de la inflación a su objetivo.

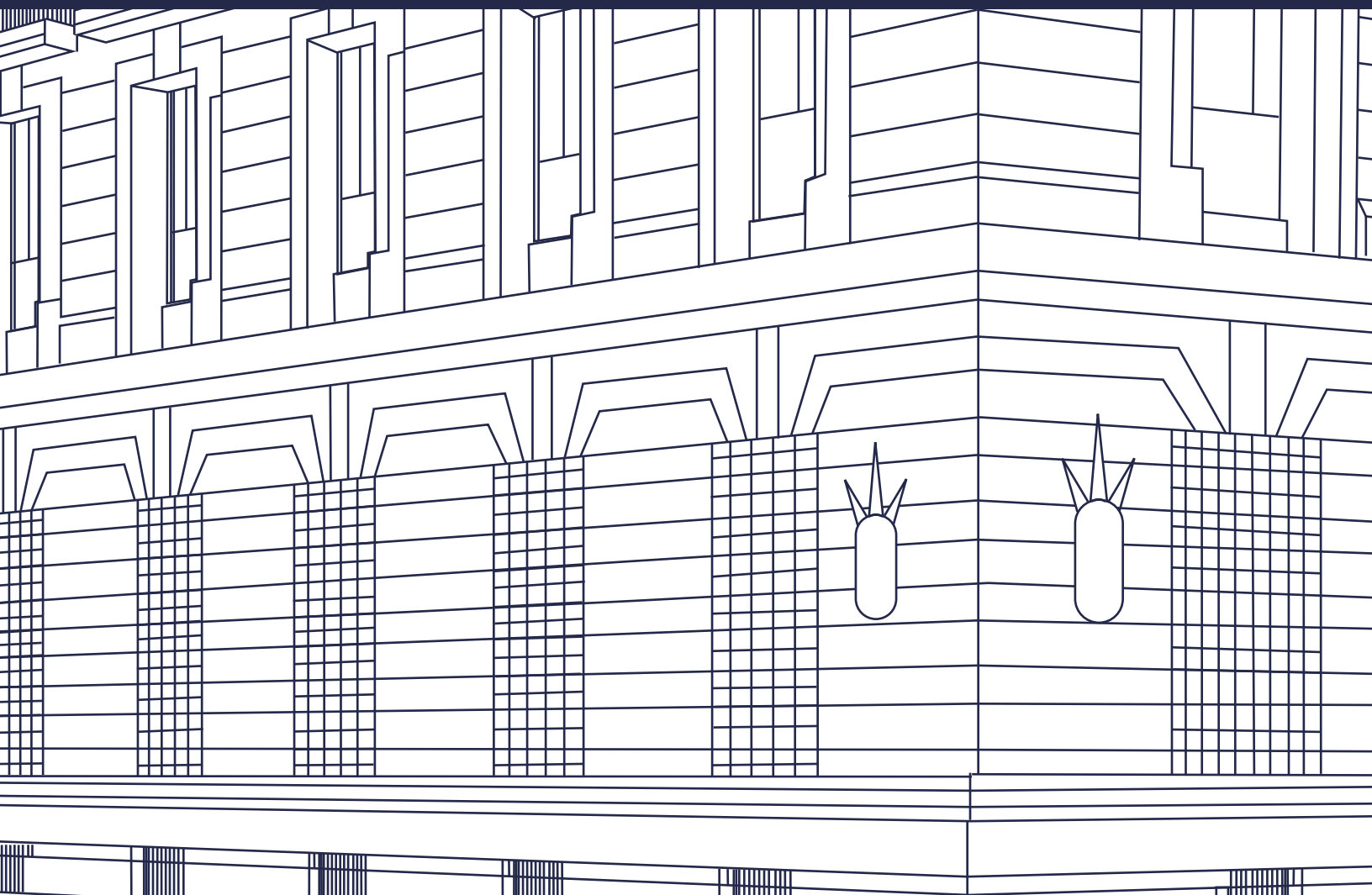
4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En este contexto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.00 por ciento.

Hacia adelante, 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.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 23 de noviembre de 2017