BANCO DE MÉXICO

# Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 2 de agosto de 2018

**TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 2 DE AGOSTO DE 2018**

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

**Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 1 de agosto de 2018.

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

El orden de las intervenciones se realizó conforme a la antigüedad del nombramiento de los Subgobernadores y, por último, el Gobernador. En los comentarios de cada miembro de la Junta se transcriben todos los posicionamientos que hayan realizado a lo largo de la reunión.

**MTRA. IRENE ESPINOSA CANTELLANO**

En el entorno internacional, la perspectiva del crecimiento mundial para 2018 se mantiene robusta y estable, gracias al aumento sostenido del consumo privado y de la inversión. No obstante, este ritmo de expansión parece haber alcanzado su punto máximo en algunas economías y el crecimiento se ha vuelto menos sincronizado entre los países, tal como se venía indicando desde la última reunión de política monetaria. Adicionalmente, el entorno económico mundial se ha caracterizado por un alto grado de incertidumbre y el balance de riesgos para la economía global, incluso en el corto plazo, se ha deteriorado de forma considerable.

En lo que se refiere a las economías avanzadas, si bien los indicadores oportunos sugieren que en Estados Unidos el PIB seguirá creciendo a un ritmo elevado en lo que resta del año, las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja para la zona del euro, Japón y el Reino Unido, reflejando sorpresas negativas de la actividad económica a principios de 2018.

Por otro lado, las economías emergentes mantendrán su buen dinamismo de crecimiento, aunque con diferencias importantes entre ellas.

Aunada a la gradual desaceleración de la economía china, se actualizaron a la baja las proyecciones de crecimiento para algunas economías de este bloque, en especial las asiáticas, debido a la contracción del flujo de comercio en los últimos meses. No obstante, el panorama para los países exportadores de petróleo ha repuntado ligeramente al alza.

Entre los principales riesgos que podrían seguir ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial a mediano plazo, destacan tres elementos: la agudización de las tensiones comerciales a favor del proteccionismo, con visible afectación en el comercio internacional; la incertidumbre de una probable desaceleración en Estados Unidos, debido a la fase avanzada de su ciclo económico, o incluso de una posible recesión de ese país en los siguientes años, que se podría agravar aún más debido al deterioro en sus finanzas públicas, ya que el aumento del déficit fiscal está siendo financiado principalmente por deuda, y tres, una mayor preocupación sobre la materialización de los riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo.

En cuanto a la inflación y política monetaria, el fortalecimiento de los mercados laborales, especialmente en las economías avanzadas, y el encarecimiento de los combustibles han causado leves aumentos en el nivel de precios a nivel global. Por ello, es previsible que, hacia finales de 2018, la inflación mundial se acerque al 2%, a pesar de que en unas regiones dicho proceso será más lento que en otras.

Derivado de lo anterior, el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo empieza a mostrar ciertos indicios de deterioro, aunque con señales mixtas.

Al interior de las economías avanzadas, la inflación subyacente ha aumentado en Estados Unidos en la medida en que el estímulo fiscal, junto con una demanda interna robusta, ha presionado el producto más allá del potencial, reduciendo históricamente la tasa de desempleo a niveles no vistos desde hace 50 años, creando así presiones adicionales, tanto en la inflación como en sus expectativas.

A pesar de ello, en agosto, la Reserva Federal mantuvo su tasa de referencia en un rango de 1.75% a 2%. Con base en esta decisión, se mantiene la expectativa de al menos dos incrementos de 25 puntos base cada uno, en lo que resta del año. En este contexto, de continuar un crecimiento sostenido de la inflación, se podría esperar un aceleramiento en el proceso de normalización de la política monetaria en dicho país, aunque gradual y con una estrategia de comunicación clara.

Por su lado, el Banco Central Europeo dejó sin cambio sus tasas de referencia, en parte debido a un desempeño económico más débil de lo esperado y a que el nivel de la inflación aún se encuentra por debajo de su meta, por lo que se percibe una pauta ligeramente más acomodaticia de la prevista.

Asimismo, el Banco de Japón también mantuvo inalterada su tasa de referencia y se comprometió a mantener una política monetaria altamente acomodaticia por un período más prologado, a través del control de la curva de rendimiento y la introducción de una guía sobre la evolución de las tasas de interés.

Finalmente, se espera que el Banco de Inglaterra, el día de mañana, incremente su tasa objetivo 25 puntos base en su decisión, para dejarla en 0.75%. A pesar de que se observa una evolución más favorable de la inflación durante los últimos meses en dicho país, ésta se mantiene por encima de la meta del 2% de su Banco Central y, actualmente, las expectativas inflacionarias se ubican en el nivel máximo de los últimos cuatro años dadas las fuertes presiones salariales.

En las economías emergentes, las últimas lecturas inflacionarias permanecen en niveles inferiores a los objetivos en la mayoría de los países, aunque el panorama también es heterogéneo, en algunos casos como consecuencia directa de la depreciación de las monedas locales y, en otros, debido a los posibles efectos de segundo orden por el alza en los precios de los combustibles.

En respuesta a lo anterior, los bancos centrales en este bloque de economías han optado por una retórica más vigilante y se anticipa que adopten una postura más restrictiva en sus próximas decisiones de política monetaria.

Hacia adelante, se prevé que persistan tres factores de riesgo principales para la inflación en el mediano plazo:

Uno, un repunte abrupto de la inflación en los Estados Unidos que podría derivar en un cambio inesperado de política monetaria de la Reserva Federal.

Dos, que continúe la tendencia alcista en los precios de los combustibles.

Tres, problemas en ciertas economías emergentes, por desbalances externos o fiscales.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad y aversión al riesgo, así como una elevada sensibilidad a la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y otros países del mundo, causando una continua salida de los flujos de capital por parte de inversionistas extranjeros de los mercados emergentes.

Como resultado de lo anterior, si bien la mayoría de los activos financieros de países desarrollados mostraron cambios marginales, en los de mercados emergentes mostraron un comportamiento predominantemente negativo, destacando los de países asiáticos y, en particular, los de China.

En el mismo sentido, el fortalecimiento del dólar derivado del proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal ha implicado depreciaciones de las divisas de los países emergentes en un rango entre 1% y 4%, mientras que las tasas de interés mostraron incrementos de hasta 30 puntos base.

En el corto plazo, se perciben riesgos que pueden seguir contribuyendo a una mayor volatilidad en el mercado financiero internacional, tales como futuras medidas proteccionistas del gobierno de Estados Unidos y las posibles acciones de represalias por parte de los países afectados, y dos, movimientos bruscos del tipo de cambio y disminuciones adicionales de las entradas de capital a los mercados emergentes, especialmente aquellos cuyos fundamentos económicos son más débiles.

En el entorno económico nacional, en el segundo trimestre de 2018, la actividad económica exhibió una contracción, resultado que contrasta con la reactivación que se había observado en el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018. Así, el pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2018 se revisó de 2.7% a 2.2%. La previsión para 2019 se mantiene sin cambio en 2.6%.

En este contexto, el balance de riesgos para la actividad económica en el corto plazo continúa sesgado a la baja, debido a:

Un menor crecimiento y una caída en el comercio mundial, como resultado del escalamiento de las medidas proteccionistas. Al respecto, ya se aprecia una tendencia a la baja en el volumen de comercio en economías emergentes, especialmente en la zona de Asia y América Latina. Igualmente, los índices de gerentes de compra de las economías emergentes ya se encuentran por debajo del umbral de 50 puntos.

Dos, episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales asociados a sorpresas inflacionarias en Estados Unidos o a la materialización de riesgos geopolíticos.

Tres, si bien en las últimas semanas han surgido comentarios favorables por parte de funcionarios estadounidenses y mexicanos acerca de una próxima conclusión del proceso de renegociación del TLCAN, la falta de acuerdos podría continuar postergando inversiones y con ello limitar el crecimiento económico.

Cuatro, la incertidumbre respecto a las estrategias, políticas y planes que llevará a cabo la nueva administración.

Cinco, que en lo que resta del 2018, la plataforma de producción petrolera continúe significativamente por debajo de lo programado.

En adición a lo anterior, persisten riesgos para el crecimiento potencial de mediano y largo plazo asociados a un deterioro en las condiciones de acceso de nuestro país al comercio internacional, ya sea por un resultado final desfavorable del TLCAN o por el proteccionismo mundial; que se mantengan o empeoren las condiciones de inseguridad pública en el país, cuyos índices ya se ubican en niveles históricos, o una modificación de la postura fiscal por parte de la nueva administración.

Por su parte, el panorama que muestran los mercados financieros nacionales presenta mejoras significativas, el índice de estrés de los mercados financieros del país disminuyó en todos sus componentes, principalmente el cambiario y, en particular, después de las elecciones del 1 de julio; el peso ha presentado una apreciación del 10.7% desde el último anuncio de política monetaria y acumula una apreciación de 6.1% en lo que va del año, y las tasas de interés de los valores gubernamentales registraron decrementos en todos los nodos de la curva, siendo las de menor plazo las que más disminuyeron, en hasta 27 puntos base.

La evolución favorable de los mercados nacionales ha respondido en buena medida a varios factores. Por un lado, la posibilidad de que pudiera concluirse en las próximas semanas la renegociación del TLCAN; la conclusión ordenada del proceso electoral y postelectoral, y la instrumentación de una política monetaria responsable por parte del Banco de México favorecida, principalmente, por el incremento de 25 puntos base en la tasa de referencia que se realizó en junio pasado.

En concordancia con lo anterior, las condiciones de operación en el mercado cambiario han presentado mejoras durante las últimas semanas. Destaca un aumento en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso, primordialmente de inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de corto plazo.

Las condiciones de operación del mercado de deuda gubernamental y la percepción de riesgo soberano también han mejorado. Así, desde la pasada decisión de política monetaria se registraron flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros dirigidos a activos denominados en moneda nacional, particularmente instrumentos de deuda de mediano plazo.

Finalmente, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales se mantuvieron operando en niveles por arriba de 4% a plazos de 3, 10 y 30 años.

En cuanto a la inflación en la primera quincena de julio de 2018, la inflación general anual se elevó nuevamente, en esta ocasión a 4.85%, nivel superior al 4.65% de junio y al 4.51% de mayo.

La inflación subyacente anual ascendió a 3.64%, nivel ligeramente superior al 3.62% de junio, pero inferior al 3.69% de mayo, y la inflación no subyacente anual aumentó a 8.52%, nivel superior al 7.79% de junio y al 6.99% de mayo.

De observar las tendencias de ambos indicadores durante los últimos doce meses, pareciera que mientras que la inflación subyacente ha dejado de disminuir, la no subyacente ha comenzado a aumentar. Detrás de ese comportamiento puede identificarse un factor común, los efectos del incremento de los precios de los energéticos, que han significado un freno a la caída de la inflación subyacente en su componente de mercancías, fenómeno que no ocurría desde hace ocho meses.

Por otra parte, si bien los indicadores de holgura de la actividad económica no reflejan claras presiones de demanda, los del mercado laboral se mantienen en condiciones estrechas. En junio, la tasa de desocupación nacional parece haberse estabilizado alrededor de 3.4%, por debajo de la NAIRU.

Por su parte, la revisión de los salarios contractuales nominales se ubicó en 5.6%, lo que podría empezar a traducirse en aumentos de los costos unitarios de la mano de obra para las empresas.

En adición a lo anteriormente expuesto, algunos factores requieren que nos mantengamos vigilantes en la evolución de la inflación, en particular durante los siguientes meses.

Durante la primera quincena de julio, el porcentaje de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor con incrementos mensuales anualizados menores o iguales al 3% disminuyó por primera vez en varios meses por debajo de la referencia del 50% para la inflación subyacente.

El análisis de la dinámica de la inflación mediante la metodología de *wavelets* presentando por el *staff* del Banco sugiere que la disminución del componente de tendencia de la inflación ha sido más gradual, tanto en la inflación general como en la inflación subyacente.

Y existe evidencia estadísticamente significativa del efecto de la aplicación en México de aranceles a la importación de ciertos productos alimenticios provenientes de Estados Unidos sobre los precios internos.

En el panorama descrito, la información proveniente de las encuestas que el Banco de México aplica a los especialistas indica que, si bien las expectativas de inflación de corto plazo se han revisado al alza, las de mediano y largo plazo se encuentran ancladas.

Las medianas de expectativas de la inflación general y subyacente para el cierre de 2018 aumentaron de 3.94% a 4.25% y de 3.54% a 3.6%, respectivamente, entre las encuestas de mayo y julio.

Las correspondientes para el cierre de 2019 se incrementaron ligeramente, para ubicarse en 3.6% y 3.44%, respectivamente.

Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen estables alrededor de 3.5%.

En el mismo tenor, los pronósticos de inflación del escenario base que realiza el *staff* del Banco se revisaron en relación con los presentados en la reunión de junio.

La estimación para la inflación general anual para el cierre de 2018 se elevó de 3.82% a 4.08%, y para el cierre del 2019 de 3.21% a 3.28%.

Para el caso de la inflación subyacente anual, la revisión para el cierre de 2018 fue a la baja, de 3.56% a 3.46%, mientras que para 2019 fue ligeramente al alza, de 2.92% a 2.94%.

La inflación no subyacente anual se revisó al alza de 4.55% a 5.83% al cierre de 2018, mientras que para el cierre de 2019 lo hizo de 4.02% a 4.22%.

En conclusión, si bien ha habido un repunte de la inflación que ha llevado a los especialistas a revisar al alza sus expectativas de corto plazo y al *staff* del Banco a hacer lo propio con sus pronósticos, todo parece indicar que se trata de un ajuste transitorio, asociado principalmente a los efectos del alza actual y esperada en los precios de los energéticos. No obstante, existen varios elementos que permiten suponer que la velocidad de convergencia de la inflación a la meta ha disminuido.

Para fines de tomar la decisión de política monetaria, conviene en primer lugar considerar que el entorno externo actual es más adverso del que prevalecía en la reunión de política monetaria de junio, en virtud de cuatro factores principales:

Primero, la materialización de una guerra comercial entre Estados Unidos y sus principales socios, incluyendo a México.

Dos, un deterioro del balance de riesgos para el crecimiento económico mundial, principalmente por la desaceleración en China y del bloque de las economías emergentes, así como en la zona del euro, sin descartar las consecuencias que tendría sobre el crecimiento global la contracción del comercio internacional, que ya empieza a presentarse.

Una mayor aversión a los activos más riesgosos, fundamentalmente hacia los de las economías emergentes.

Y, finalmente, el riesgo de un aceleramiento de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos ante la dinámica inflacionaria de ese país.

Por otra parte, las condiciones internas que enfrenta México, sobre todo después de los comicios de julio, han mostrado mejorías significativas.

Se ha observado una importante recuperación en el tipo de cambio y las condiciones de operación en dicho mercado, tanto en la liquidez como en la profundidad, con respecto a lo observado hace unas semanas.

Destacan, durante el período, los flujos de entrada de capital por parte de inversionistas extranjeros hacia activos denominados en pesos, en particular hacia instrumentos de deuda con vencimientos de mediano plazo.

En contraste con el ánimo que prevalecía en la víspera de la reunión pasada, hay expectativas de una favorable y pronta conclusión de las renegociaciones del TLCAN, al tiempo de que se ha disipado momentáneamente el entorno de incertidumbre que caracterizó el largo periodo previo a la elección.

En nuestra reunión anterior, los miembros de la Junta de Gobierno decidimos por unanimidad actuar preventivamente y elevar la tasa de referencia en 25 puntos base, lo que contribuyó a disminuir las presiones que entonces se observaban en el mercado cambiario. Con todo lo anterior, algunas de las condiciones que motivaron esa decisión se han mitigado, si bien no han desaparecido.

No obstante, las mejoras en las condiciones internas descritas no deben generar un sentimiento de exceso de confianza, sino es preciso mantener una postura vigilante, ya que existen claros indicios que la trayectoria descendente de la inflación se ha vuelto más lenta de lo que preveíamos en las reuniones anteriores, y que las expectativas para 2018 se han ajustado al alza. A pesar de lo anterior, se estima que se trata de efectos transitorios, principalmente por los precios de los energéticos, y que el anclaje de las expectativas se mantiene estable, tanto para 2019 como para el mediano y largo plazo, éstos últimos en alrededor de 3.5%.

En el segundo trimestre, se observó una inesperada contracción del crecimiento económico respecto de los trimestres anteriores, lo cual aún es incierto si continuará en el segundo semestre de 2018 y si podría agravarse en caso de materializarse algunos riesgos latentes.

Debo enfatizar que nos encontramos ante un entorno tanto externo como interno más incierto, en el que están ocurriendo simultáneamente numerosos eventos para los que no se tiene precedente y que distintos choques podrían materializarse en cualquier momento.

En este contexto, en mi opinión, es fundamental que en tanto no se observe la reanudación de una franca tendencia a la baja de la inflación, en particular de la subyacente, este Instituto Central deberá mantener la actual postura monetaria restrictiva.

Por todo lo anterior, mi intención de voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 7.75%.

La coyuntura exige mantener una actuación prudencial y de cautela. Asimismo, es importante mencionar que algunos miembros del equipo del virtual presidente electo han hecho pronunciamientos en torno a que la nueva administración mantendrá el compromiso de una política fiscal responsable, que coadyuvará a la consolidación de los fundamentos macroeconómicos. Al respecto, es fundamental subrayar que dicho compromiso es una condición necesaria para que la política monetaria pueda operar y cumplir su mandato. Sin embargo, no será sino a partir del primero de diciembre que podremos conocer con mayor detalle las estrategias, políticas y planes que llevará a cabo el gobierno entrante.

Hacia adelante, será fundamental dar un seguimiento estrecho durante las próximas semanas y meses a la evolución de la inflación y sus determinantes, así como a los diversos factores de incertidumbre que prevalecen y a los riesgos tanto internos como externos. Ello permitirá actuar de manera oportuna a esta Junta de Gobierno y, así, lograr la consecución de los objetivos trazados.

**LIC. JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL**

Durante el primer semestre de 2018, la economía mundial mantuvo un ritmo de crecimiento por encima del potencial, en línea con las estimaciones para el año en su conjunto, si bien la información más reciente muestra indicios de que algunas economías avanzadas podrían ya haber alcanzado su nivel más alto del ciclo, lo que se ha reflejado en un crecimiento menos balanceado entre ellas.

En las economías emergentes, se mantiene la previsión de incrementos moderados de la actividad económica durante este año y el siguiente, con lo que acumularían 4 años consecutivos de aceleración en el crecimiento del PIB.

No obstante, los riesgos para la actividad global mantienen un sesgo a la baja, que parecería haberse acentuado incluso para horizontes de más corto plazo.

En primer lugar, en el último mes continuaron observándose amenazas proteccionistas por parte de algunos países destacando, entre ellos, la posibilidad de que Estados Unidos imponga aranceles adicionales a China, así como barreras a sus importaciones automotrices. Si bien en días recientes representantes de ese país y de la Unión Europea acordaron mantener sin cambios el sistema arancelario que rige su comercio bilateral, con miras incluso a una mayor liberalización, la posibilidad de un escalamiento de las tensiones comerciales se encuentra lejos de disiparse.

Al respecto, algunos estudios recientes señalan nuevamente que medidas de esta naturaleza podrían incidir significativamente en la inversión y los flujos de capital en la economía mundial, especialmente si afectan negativamente la confianza. De hecho, la información oportuna muestra que en algunas regiones, como la zona del euro y Asia, se observan ya descensos de los nuevos pedidos manufactureros para exportación.

En segundo lugar, no se puede descartar un apretamiento de las condiciones financieras globales, principalmente como consecuencia de un proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos más rápido que el anticipado, en un contexto caracterizado por niveles de endeudamiento a nivel internacional ubicados por encima de los observados en el periodo previo a la crisis global de 2008-2009.

Se espera que, en adición al incremento de 25 puntos base de junio, la Reserva Federal realice dos ajustes adicionales de igual magnitud en lo que resta de 2018. Pero existen factores que podrían exacerbar las presiones inflacionarias, con un impacto en la trayectoria de las tasas de interés estadounidenses, tales como la estrechez de su mercado laboral, las medidas de estímulo fiscal y el potencial impacto en los precios de las políticas proteccionistas anunciadas.

Las consecuentes repercusiones en las tasas de interés internacionales y en el tipo de cambio del dólar, serían particularmente severas para las economías emergentes, tomando en cuenta que su endeudamiento se encuentra en niveles máximos históricos.

A lo anterior, se suman diversos riesgos que se han venido acumulando en los últimos años y otros de más reciente gestación. En particular, en el Medio Oriente y otras regiones, continúan presentes problemas geopolíticos, para los que no se aprecian signos de atenuación en el horizonte cercano.

Adicionalmente, aunque la recuperación de los precios del petróleo desde sus niveles mínimos de 2016 se ha revertido parcialmente en los últimos meses, en caso de presentarse disrupciones en la oferta, estos

podrían alcanzar niveles por encima de lo esperado por los mercados para el resto de este año y el siguiente, en cuyo caso cabría esperar un impacto negativo en el ritmo de actividad económica mundial.

La incertidumbre en torno a procesos electorales en países tanto avanzados como emergentes, así como a los términos y condiciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, también puede incidir adversamente en los niveles de confianza y, por este canal, en la inversión y el crecimiento globales.

En este contexto, los mercados financieros internacionales han seguido registrando episodios de volatilidad y no se descarta que puedan volver a presentarse eventos de esta naturaleza en el futuro cercano. Así, han continuado las salidas de capital de cartera de las economías emergentes, por lo que los precios de sus activos, incluyendo sus tipos de cambio, han presentado un comportamiento, en general, negativo en las últimas semanas.

Entre las economías de este grupo, cabe destacar las medidas de relajamiento fiscal y monetario anunciadas recientemente en China. Si bien las autoridades han señalado que su objetivo es evitar afectaciones en la demanda interna derivadas de las tensiones comerciales y otras fuentes de incertidumbre de carácter externo, dichas políticas también pueden dar lugar a presiones adicionales sobre su moneda y aumentar los riesgos asociados a los crecientes niveles de deuda de ese país.

En México, la actividad económica se contrajo durante el segundo trimestre de 2018. La información oportuna sugiere que el consumo privado siguió creciendo, aunque probablemente a un ritmo menor, observándose además un debilitamiento más pronunciado de la inversión y las exportaciones. En el caso de la primera, lo anterior obedece fundamentalmente a la persistencia de un entorno de incertidumbre derivado tanto de factores internos como externos, y del desvanecimiento del impacto de los sismos que tuvieron lugar el año previo, mismos que dieron lugar a un repunte de la inversión en construcción a principios de 2018. Por su parte, las exportaciones manufactureras podrían estar resintiendo, en parte, el efecto de un menor ritmo de expansión del comercio mundial, afectando en particular a las ventas externas a países distintos de Estados Unidos.

Por el lado de la oferta, la tasa de crecimiento de los servicios se redujo, en tanto que la producción industrial se ha vuelto a debilitar ante una tendencia negativa de la industria de la construcción por los motivos antes señalados.

Ante la contracción de la actividad económica en el periodo abril-junio, las condiciones de holgura en la economía han mostrado cierto relajamiento. De hecho, la información más reciente muestra una menor expansión del empleo formal y un aumento de la tasa de desempleo. Sin embargo, es demasiado pronto para extraer una conclusión de estas cifras. Además, independientemente de esta información, persisten condiciones estrechas en el mercado laboral.

A la luz de estos resultados, es probable que el PIB registre durante 2018 una tasa de crecimiento alrededor del límite inferior del rango de 2% a 3% proyectado por el Banco de México, para fortalecerse nuevamente en 2019. Lo anterior implicaría brechas del producto menos estrechas de lo estimado hasta hace poco, pero todavía cercanas a cero. Sin embargo, también es cierto que es difícil hacer una evaluación precisa del comportamiento de la actividad económica en ese lapso, en virtud de la incidencia que pueden tener en la misma distintos factores clave respecto de los cuales persiste un entorno de incertidumbre.

A mi juicio, el balance del conjunto de riesgos que pueden afectar al crecimiento del PIB muestra un sesgo a la baja. Un primer elemento en este sentido se deriva del incierto entorno global y, particularmente, respecto de las repercusiones que podrían tener en la economía mexicana tanto sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, como un acrecentamiento de las acciones proteccionistas en este país.

En este contexto, si bien recientemente se han observado señales positivas sobre el rumbo de las negociaciones del TLCAN, los riesgos de una negociación prolongada o un resultado desfavorable no han desaparecido, lo que puede repercutir aún más en la demanda interna, especialmente en la inversión en México.

A lo anterior cabe agregar la falta de detalles sobre las acciones que en diversos ámbitos tomará la nueva administración, lo que también acarrea riesgos para la evolución de la demanda interna en la segunda mitad de 2018 y en 2019, así como la posibilidad de que este año se registre, como en periodos electorales anteriores, una disminución del gasto agregado en el segundo semestre.

Durante los últimos meses, la inflación ha vuelto a repuntar, mostrando cifras por encima de lo anticipado. Lo anterior obedece al comportamiento de su componente no subyacente. En particular, los precios de los energéticos, especialmente la gasolina, han aumentado más de lo previsto, como resultado de la evolución de sus referencias internacionales, pero principalmente por el descenso de los estímulos fiscales aplicados al consumo de este producto. Por su parte, la inflación subyacente ha seguido una trayectoria muy cercana a lo anticipado, no obstante haberse visto afectada también por los efectos indirectos de los aumentos de los precios de la gasolina y el gas L.P. De hecho, la evolución de este indicador ha sido ligeramente mejor de lo proyectado en el más reciente Informe Trimestral. De esta forma, el incremento de la inflación responde principalmente a choques de oferta. De hecho, la inflación subyacente fundamental no sugiere la presencia de presiones cíclicas sobre los precios.

En virtud de lo anterior, las expectativas de inflación de corto plazo basadas en encuestas se han ajustado al alza. Lo anterior se ha reflejado en particular en aquellas para 2018, afectando solo ligeramente las correspondientes a 2019. Por su parte, las de largo plazo se mantienen ancladas en el nivel de 3.5% que han mostrado durante un periodo prolongado. Los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales han mostrado un nuevo repunte en las últimas semanas, al parecer, como reflejo fundamentalmente de un aumento de la prima por riesgo inflacionario.

Se espera que la inflación reinicie una tendencia a la baja a partir de agosto, que continuaría a lo largo de este año y el siguiente. Sin embargo, la inflación general se ubicaría por encima de lo previsto durante la reunión anterior de política monetaria. Lo anterior, en virtud de la trayectoria anticipada para el componente no subyacente y, especialmente, para los precios de la gasolina, ya que es probable que la inflación subyacente arroje cifras menores de las previstas en ese entonces, como resultado, tanto de su comportamiento reciente, como de la evolución observada y proyectada del tipo de cambio. Además, el balance de estas tendencias hace prever que será difícil alcanzar la meta puntual de inflación durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Considero que el balance de riesgos para la inflación sigue mostrando un sesgo al alza, aunque es cierto que el entorno de incertidumbre dificulta su evaluación. No obstante la apreciación del peso en las últimas semanas y la desaparición de algunos riesgos, como el de turbulencia en el mercado cambiarlo en el periodo inmediato posterior a las elecciones, la paridad del peso frente al dólar en los próximos meses podría resentir los efectos de sorpresas en la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, un acrecentamiento de las presiones proteccionistas a nivel global o un mal resultado de la renegociación del TLCAN, entre otros factores.

Adicionalmente, como resulta obvio de su comportamiento reciente, el riesgo de choques de alguno o varios de los rubros que integran el componente no subyacente de la inflación siempre está presente. A lo anterior cabe añadir la incertidumbre derivada de diversas acciones que podría poner en marcha la nueva administración, y que pueden afectar el comportamiento de la inflación, entre ellas, la determinación del salario mínimo. También debe considerarse que las condiciones de estrechez en el mercado laboral podrían dar lugar a riesgos para los precios, aunque es importante tomar en cuenta que no se anticipan presiones de demanda sobre la inflación y que los riesgos de esta fuente parecen haber disminuido.

Después de haber mostrado una importante depreciación frente al dólar durante el periodo abril-junio, el peso mexicano se ha fortalecido de manera significativa en las últimas semanas, registrando el mejor desempeño entre las monedas de las principales economías emergentes en este lapso. Lo anterior obedece a una combinación de factores, entre los que destacan una menor incertidumbre una vez concluida la etapa electoral, la percepción de perspectivas más favorables en la renegociación del TLCAN y las acciones de política monetaria adoptadas. Esto ha permitido también cierta mejora de las condiciones de operación en el mercado cambiario y ha venido acompañado de una disminución de los rendimientos sobre valores gubernamentales, especialmente los de menor plazo, lo que ha resultado en un ligero empinamiento de la curva de rendimientos.

En suma, la política monetaria enfrenta una situación de presiones inflacionarias por encima de lo anticipado, pero derivadas de choques de oferta, en ausencia de presiones de demanda sobre los precios, con un comportamiento de la inflación subyacente en línea con lo previsto y sin que se hayan observado efectos de segundo orden sobre los precios. A lo anterior, cabe agregar indicios de desaceleración de la actividad económica en un entorno de riesgos a la baja para el crecimiento.

En mi opinión, si bien en estas circunstancias no se justifica una respuesta inmediata de la política monetaria, es indispensable que esta mantenga el enfoque de prudencia que la ha caracterizado en esta fase, particularmente tomando en cuenta la incertidumbre imperante, un balance de riesgos al alza para la inflación y un panorama en el que parece difícil alcanzar la meta puntual de inflación durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Indudablemente, bajo estas circunstancias, el riesgo de efectos de segundo orden sobre los precios, incluyendo un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, es elevado. En virtud de lo anterior, a mi juicio, la posibilidad de que se requieran ajustes adicionales a la tasa de interés de política monetaria, persiste.

Para concluir, solo quisiera enfatizar que el comportamiento reciente de los mercados financieros en México pone de manifiesto la importancia de un manejo sólido de la política macroeconómica. Al respecto, uno de los elementos cruciales en los próximos meses será la definición de las acciones que en materia de finanzas públicas llevará a cabo la nueva administración. En el corto plazo, es indispensable disipar posibles dudas sobre la congruencia entre algunas de las iniciativas contempladas y el fortalecimiento de la posición fiscal. Además, será importante comenzar a tomar debidamente en cuenta las acciones que deberán implementarse para asegurar una posición fiscal sólida en el largo plazo, especialmente en virtud de las presiones derivadas de rubros tales como los pagos de pensiones, el gasto en salud y el costo financiero de la deuda, a lo que podría añadirse el incremento en el gasto de inversión que se está contemplando para las empresas productivas del Estado.

Más allá del manejo macroeconómico, uno de los principales retos que enfrenta la economía mexicana es la necesidad de aumentar su crecimiento potencial, mismo que actualmente es de alrededor de solamente 2.5%. Para ello, se requiere incrementar tanto la productividad como los niveles de inversión. El estancamiento de esta última desde mediados de 2015, que ha implicado que como porciento del PIB se ubique en su menor nivel de los últimos tres años y casi un punto porcentual por debajo del observado en 2008, es preocupante.

Más allá de los esfuerzos en marcha para concluir exitosamente la renegociación del TLCAN, es necesario dar certeza a la inversión privada sobre las acciones que serán adoptadas por el nuevo gobierno en áreas clave y evaluar con cuidado cómo abrir espacios para una recuperación de la inversión pública.

En materia de productividad, la magnitud del reto exige construir sobre lo ya logrado y adoptar las medidas pendientes, tanto en el ámbito económico como en el institucional, para avanzar en esta dirección.

Con base en estas reflexiones, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 7.75%.

Es importante tomar en cuenta que se hicieron una serie de proyecciones que llevaban a pensar que íbamos a cumplir con la meta de 3% en 2019. Ahora bien, tampoco existe o tiene por qué existir un compromiso escrito en piedra, de que la meta de inflación se tiene que cumplir en 2019, porque eso depende de los choques que estén afectando a la inflación. Es decir, si los choques son fundamentalmente de oferta y no están teniendo efectos de segundo orden, yo creo que existe el margen para explicar, sin afectar la credibilidad del Banco Central, el porqué el objetivo de inflación no se cumple dentro de cierto periodo. Lo importante del esquema que estamos utilizando, basado en pronósticos de la inflación, es que tenemos que rendir cuentas, tenemos que salir a explicar. Yo creo que hay escenarios en los que la explicación es viable. Sin embargo, también existen otros en los que para preservar la credibilidad del compromiso con la meta de inflación, la política monetaria tiene que responder, por ejemplo, en caso de que estemos viendo efectos de segundo orden y el proceso de formación de precios en la economía se esté afectando.

La meta de inflación es fundamental y yo creo que el mensaje que se tiene que mandar siempre es que el compromiso de la política monetaria es lograr la meta de inflación. Desde ese punto de vista no hay ninguna diferencia.

En segundo lugar, considero que si bien los choques de oferta pueden tener efectos indirectos sobre la inflación subyacente, concido con que un choque de esta naturaleza se refleja fundamentalmente en la inflación no subyacente.

En tercer lugar, quiero aclara que en ningún momento afirmé que el Banco no se debe tomar con toda seriedad el período de convergencia proyectado para llegar a la meta de inflación. Lo que sí creo, es que bajo ciertas circunstancias dependiendo de la naturaleza de los choques que están afectando a la inflación, ese período se puede prolongar, siempre y cuando se cuente, con una explicación convincente, creíble, de por qué no se está alcanzando la meta en el periodo originalmente contemplado. Si se está enfrentando una situación de choques de oferta, de ajustes en precios relativos, que no están dando lugar a un cambio en el proceso de formación de precios, por ejemplo, afectando las expectativas de inflación de largo plazo, existen bases para dar una explicación creíble de por qué se está extendiendo el periodo de convergencia de la inflación a la meta, en la medida en que se deje también muy claro que el objetivo sigue siendo llegar a la meta de 3%.

**DR. MANUEL RAMOS FRANCIA**

El crecimiento de la actividad económica global continúa, si bien las diferencias del crecimiento entre regiones y países, sobre todo en el caso de las principales economías avanzadas, se han acentuado. En particular, el crecimiento en los Estados Unidos ha sido mayor a lo previsto, mientras que sus pronósticos se han venido revisando al alza.

Por su parte, recientemente el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja sus pronósticos del crecimiento en la zona del euro tanto para 2018 como para 2019, mientras que para Japón y el Reino Unido lo hizo para 2018, dejando los correspondientes a 2019 sin cambio en ambos casos.

En consecuencia, se espera que se mantengan las diferencias en la velocidad de normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas. En particular, continúa la expectativa que la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos sea más rápida.

En ese país, las condiciones en el mercado laboral se mantienen apretadas. Los salarios y las remuneraciones, así como el índice de costos laborales muestran una tendencia al alza. Lo anterior también se ha visto reflejado en una tendencia al alza de la inflación y de sus expectativas, sobre todo en el corto y el mediano plazo.

La Reserva Federal de los Estados Unidos ha venido enfrentando dicho entorno sin mayores sobresaltos, tanto a través de un incremento gradual en su tasa de referencia, como a través de su guía futura de política monetaria.

La expectativa de un mayor crecimiento relativo de la demanda agregada en los Estados Unidos con respecto a otras economías avanzadas, en parte como resultado del impulso fiscal en ese país, ha conducido a una apreciación real del dólar, que se espera se mantenga en los siguientes trimestres, y a un incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. El posicionamiento en dichos mercados parece reflejar lo anterior.

En efecto, las condiciones monetarias en ese país están apretándose por ambas vías: el incremento en las tasas de interés de corto plazo, así como la apreciación nominal del dólar. Ello, a su vez, ha venido propiciando un cierto apretamiento de las condiciones financieras.

Por su parte, actualmente no se espera que los precios de las materias primas en el futuro previsible muestren alzas importantes. Incluso, las curvas de futuros de los precios del petróleo no sugieren incrementos importantes en el corto plazo, y muestran un elevado grado de *contango*.

Un factor que ha añadido un elevado grado de incertidumbre a las perspectivas de crecimiento global se deriva de las tensiones entre diferentes países en materia de comercio internacional. De particular preocupación es la evolución de diversos indicadores oportunos del volumen de comercio internacional, que ya muestran retrocesos. Finalmente, siguen presentes una serie de riesgos geopolíticos.

En adición a los elementos anteriores, existen otros que han afectado al entorno económico nacional. En primer lugar, el éxito del proceso electoral federal reciente ha generado optimismo. Lo mismo ha sucedido a raíz de un incremento considerable en la probabilidad de una conclusión exitosa de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Los factores anteriores han contribuido a que, en balance, las tasas de interés de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables durante las últimas semanas, mientras que el tipo de cambio haya presentado una apreciación.

A mi parecer, lo más relevante en cuanto la evolución de la actividad productiva de nuestro país es la fuerte revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de la Institución. En efecto, este pasó de 2.7% a 2.2% para 2018. Esto es, una corrección de medio punto porcentual para el año, siendo que ya transcurrió la mitad de este. Ello representa una corrección muy fuerte.

Un punto que, en mi opinión, es muy relevante, es la consecuencia de lo anterior con respecto a la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. La perspectiva de que esta crezca 2.2% en el año implica que las condiciones de holgura se relajarían más rápido que lo previsto anteriormente. En particular, diversos indicadores de holgura, salvo los provenientes del mercado laboral, parecen mostrar un relajamiento mayor recientemente. Asimismo, se prevé que dicho relajamiento continúe en los siguientes trimestres, para situarse en la brecha del producto alrededor de cero el próximo año. En efecto, se prevé que la economía crezca por debajo de su potencial en los próximos trimestres.

La desaceleración de la economía parece estarse haciendo evidente tanto en los indicadores de oferta, como en los de demanda. En el caso de los primeros, el sector primario mostró un fuerte ajuste a la baja en su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, el secundario continúa mostrando atonía, mientras que el terciario muestra signos de desaceleración.

Por el lado del gasto, a pesar de que el consumo sigue mostrando buenas cifras, la inversión ya ha mostrado debilidad por un periodo prolongado, mientras que se espera un ajuste a la baja en el ritmo de las exportaciones.

Por su parte, la inflación general se situó en 4.85%, por arriba del 4.51% registrado en mayo. La inflación subyacente se situó en 3.62% en dicha quincena, después de haberse situado en 3.62% en mayo.

El repunte de la inflación general se debió principalmente a la evolución de los precios de los energéticos, mientras que la resistencia a la baja de la subyacente por algunos efectos indirectos de los mismos.

En cuanto a las expectativas de inflación de corto plazo, estas han venido ajustándose al alza, mientras que las de mediano y largo plazo se han mantenido estables, alrededor de medio punto porcentual por arriba de la meta de inflación.

En general, la velocidad de reducción de las inflaciones general y subyacente parecería ser demasiado lenta para el cumplimiento de la meta en el horizonte de tiempo previsto por el Banco de México, esto es, en el primer trimestre de 2019. Sin embargo, es esencial considerar que la importante reducción en las perspectivas de crecimiento de la economía para los siguientes dos trimestres, en adición al desfavorable dato preliminar publicado para el crecimiento real del PIB en el segundo, implican que la economía crezca por debajo de su potencial por sendos trimestres. Ello, es probable, conduzca a un mayor relajamiento de las condiciones cíclicas de la economía, lo que posiblemente resulte en una caída más rápida de la inflación subyacente en los siguientes trimestres.

En ausencia de choques de oferta adicionales, o de episodios de volatilidad que pudieran afectar al tipo de cambio, este escenario es lo que, a mi parecer, da viabilidad a la convergencia de la inflación a su meta en el primer trimestre del próximo año.

Ahora bien, considero conveniente hacer algunas reflexiones sobre la postura monetaria actual y la esperada en los siguientes trimestres.

En primer lugar, considero que los diferenciales de tasas de corto plazo con respecto a las de los Estados Unidos se mantienen prudentemente elevados, a pesar de que el diferencial de inflaciones entre ambos países se ha estrechado. No obstante, los diferenciales de tasas de largo plazo, por ejemplo de diez años, se han venido incrementando.

No considero que ello sea un problema, por dos razones principalmente: la primera, que el país aún enfrenta diversos riesgos que pudieran llevar a episodios de volatilidad en el mercado cambiario, o bien, posibles choques que pudieran depreciar el tipo de cambio real. Segundo, el diferencial de las primas por plazo entre ambos países se ha mantenido relativamente estable, si bien en niveles elevados. Asimismo, la prima por riesgo inflacionario se ha mantenido relativamente estable.

Por otra parte, debe también comentarse que las condiciones monetarias también han mostrado un estrechamiento por la apreciación que ha registrado el tipo de cambio. En efecto, las condiciones monetarias han venido estrechándose no solo por el nivel que han alcanzado las tasas de interés de corto plazo, sino también por el canal de tipo de cambio.

Balance de riesgos, a riesgo de ser reiterativo, para comenzar, considero importante resaltar nuevamente que los niveles registrados tanto por la inflación general, como por la subyacente, son aún elevados, muy por arriba de la meta de 3%, mientras que las expectativas de inflación de largo plazo, como también ya se comentó, se sitúan persistentemente medio punto por arriba de la meta del 3%.

Quizá más importante, hasta ahora, la velocidad de reducción de la inflación general y subyacente ha sido más lenta que lo previsto, si bien se espera que el ajuste a la baja en el ritmo de crecimiento de la economía acelere la velocidad a la que se reducen ambas inflaciones.

En este contexto, considero que los principales riesgos que enfrenta la inflación son los siguientes:

Primero, los elevados niveles que todavía presenta la inflación pueden generar histéresis en la formación de precios en la economía.

Segundo, a pesar de que se piensa que la curva de Phillips en los Estados Unidos se ha aplanado estructuralmente, persiste la posibilidad que se presente una sorpresa inflacionaria adversa en ese país. Ello pudiera tener graves consecuencias en los mercados financieros internacionales.

Tercero, a pesar del mayor optimismo alrededor de la renegociación del TLCAN, no puede descartarse un resultado adverso, o que no se llegue a un acuerdo. No obstante, la probabilidad de que este riesgo se materialice se ha venido reduciendo.

Cuarto, riesgo de un deterioro en la posición fiscal, la cual estructuralmente es muy vulnerable.

Quinto, no puede descartarse un cambio de sentimiento en los mercados financieros internacionales con respecto a México. Los recientes casos en varias economías emergentes muestran lo repentino y abrupto que ello puede ser.

Sexto, veo con cierta preocupación la posibilidad de que entremos en una fase donde la inflación se sitúa persistentemente por arriba de su meta en un contexto donde la actividad productiva se desacelera de manera importante. Bajo estas condiciones, la política monetaria se torna poco efectiva.

Séptimo, considero que, a pesar de que es previsible una reducción más rápida de la inflación general y subyacente en los siguientes trimestres, existe un elevado riesgo de que no se cumpla la convergencia de la inflación a su meta en el primer trimestre del 2019. Ello, de no ser aclarado y comunicado de una manera efectiva, pudiera afectar la credibilidad de la Institución, sobre todo del esquema de *inflation forecast targeting* que ha comenzado a utilizar de una manera más cuidadosa.

Considero que el balance de riesgos para la inflación continúa siendo adverso, si bien no se deterioró con respecto a la decisión de política monetaria anterior. En este contexto, en mi opinión es necesario mantener una postura monetaria prudente, y, por lo tanto, el actual nivel que registra la tasa de interés de fondeo interbancario a un día, en donde la comunicación de este Instituto Central continúe señalando que es probable que alzas adicionales en la tasa de referencia de la política monetaria pueden ser necesarias.

Yo estoy convencido de que la inflación subyacente va en línea o convergiendo a la meta establecida por el Banco para la inflación general y, de alguna forma, también para la subyacente, en el primer trimestre de 2019.

En particular, los pronósticos de la inflación subyacente, actualmente, los más recientes del *staff*, no sugieren que se dé una inflación subyacente alrededor del 3% en el primer trimestre de 2019, sino hasta el tercero, en el mejor de los casos.

En el caso de la inflación no subyacente, se ven todavía más problemáticos estos pronósticos. No solo porque de entrada parecerían ser optimistas, para el primer trimestre de 2019, sino parecerían todavía más optimistas en el contexto del nivel que actualmente registra la inflación no subyacente, que más o menos se encuentra al doble de lo que los pronósticos sugieren se debería de situar ya en el segundo trimestre del próximo año.

En ese sentido, parecería que, si bien hay y han habido choques de oferta por muchas de las razones que se han comentado, parecería que con una situación posiblemente de desaceleración mayor a la que teníamos prevista, no obstante dicha desaceleración, parecería que hay cierto grado de inercia en la economía, que yo creo pudiera estar mostrando lo que las expectativas de inflación a largo plazo sugieren. Esto es, que el Banco de México, con su política monetaria, está validando un nivel de inflación de 3.5% y no de 3%.

Ese sería un caso no tan complicado, porque entre nosotros, manejar la política monetaria de una manera prudente y más oportuna, quizás podemos cambiar eso. Pero tiene un lado que podría ser más preocupante, que es, que ya haya en la economía, debido a esto, cierta histéresis en la formación de precios y que haya ciertos mecanismos ya informales, no formales, en donde la inflación quizás muestra un elevado nivel de persistencia, sobre todo la subyacente, inclusive ante una situación de la actividad económica que muestra desaceleración.

En este aspecto, creo que es donde debe de entrar el elemento adicional, por lo menos desde mi punto de vista, de que si el *staff* está trayendo una importante corrección a la baja en el escenario de crecimiento. Y para mí, eso es lo que puede darle viabilidad, sin considerar que, a lo mejor, parte de los problemas de esta persistencia es poca credibilidad de la meta del Banco y quizás una mayor persistencia a través de diferentes canales informales que hacen que la inflación o la formación de precios sea muy persistente o sea muy resistente a la baja.

En ese sentido, termino con este comentario. Me preocupan dos cosas: uno, que hay mucha incertidumbre con respecto a los impactos sobre la inflación de diferentes políticas públicas que se han anunciado, entonces a pesar de que el Banco puede estar actuando de una manera prudente y congruente con tratar de conducir la inflación hacia su meta, esta incertidumbre yo creo que es un obstáculo. Y no tendremos más información nosotros ni los mercados hasta que efectivamente se plasmen esas políticas ya en programas particulares que podamos evaluar su impacto en los precios.

Eso es por un lado, y por el otro lado, me preocupa que, tanto la incertidumbre como a lo mejor alguna persistencia en la formación de precios en la economía, que nosotros hemos de alguna u otra forma acomodado, puedan conducirnos, en una situación de fuerte desaceleración de la economía, en donde tengamos una combinación preocupante, que es cierta persistencia de la inflación por arriba de la meta en un contexto de una fuerte desaceleración. Porque allí, la política monetaria se convierte muy poco efectiva, porque los canales de transmisión monetaria, precisamente los más importantes, son a través de cómo opera la política monetaria sobre la demanda agregada. Y si efectivamente tenemos una desaceleración muy fuerte, inclusive por debajo del potencial en los siguientes trimestres, con una inflación que simplemente es muy resistente a la convergencia hacia su meta, eso puede realmente ser preocupante, por lo menos en mi opinión, a que efectivamente podamos lograr, sobre todo en los periodos establecidos o previstos por el Banco, la convergencia del 3%.

Con respecto a la utilización de un esquema de objetivos de inflación con base a pronósticos, el cumplimiento de la meta que sale efectivamente de lo que el Banco puede analizar con respecto a los efectos de su postura sobre la inflación, la actividad económica, etcétera, por supuesto que debe de explicarse y, en caso de que haya choques de oferta, etcétera, debe explicarse la desviación y esa explicación debe ser creíble.

Pero de allí a interpretar que el cumplimiento de la meta de inflación es algo difuso, siento que hace completamente inefectiva la manera en que debe de operar la política monetaria en un entorno como el que estamos operando actualmente.

Por supuesto que las explicaciones deben ser claras, si hay choques de oferta efectivamente es muy válido explicar por qué nos podemos desviar respecto al cumplimiento, pero esa explicación tiene que ser creíble, con cierta precisión, en términos de cómo estamos nosotros determinando nuestra postura, con respecto al

horizonte de cómo opera la política monetaria, y nuestra postura tiene que ser todo el tiempo congruente con ese horizonte en cumplir con la meta.

No es tomarnos muy a pecho el cumplimento de la meta o no en cierto periodo, yo siento que sí. Una vez que re-optimiza el Banco con la información, considera los choques, etcétera, otra vez, el periodo al que nos estamos refiriendo es importante, y las desviaciones son importantes, y el periodo de las desviaciones es importante. Aquí es como el Banco efectivamente establece de una manera clara su compromiso por lograr la meta, y la dimensión de tiempo es muy importante en adquirir credibilidad. Eso no quiere decir, que todo el tiempo, que las explicaciones de por qué nos podemos desviar no sean importantes. Por supuesto que lo son. Pero la dimensión de tiempo en cuanto a cómo y cuándo vamos a cumplir con la meta y cómo estamos reaccionando a esas desviaciones, considero que es muy importante.

Segundo, por eso también comenté sobre el caso de la inflación subyacente, porque es más difícil, por lo menos desde mi punto de vista, asociar choques de oferta con esa inflación. No digo que es imposible, pero sí cuando ya hay una transmisión de la parte no subyacente a la subyacente, yo creo que ahí ya hay que tener mucho cuidado con respecto a cómo se están analizando esos choques. Es muy difícil para mí estar diciendo que hay choques de oferta en la inflación subyacente.

La inflación subyacente ya tiene mucho mayor nivel de procesamiento, los bienes y servicios que hay ahí, un mayor nivel de valor agregado y siento que es muy difícil estar diciendo que hay choques de oferta en esa inflación.

Entonces, por eso lo que comenté. Si son los choques de oferta, entonces vamos a fijarnos en la inflación subyacente cómo va, para tratar un poco de fijarnos en el indicador que más responde a la política monetaria.

Y por ahí tenemos una clara divergencia con respecto a lo que establecimos que se cumpliría la meta alrededor del primer trimestre, o claros riesgos de cumplir la meta, al primer trimestre de 2019, a lo largo, en promedio, o en algún momento de 2019. Yo no leo así el compromiso del Banco, yo lo leo con que íbamos a estar convergiendo a la meta en el 2019.

Las diferencias entonces, yo creo que es muy importante comentarlo, no son en la interpretación de cómo funcionan los objetivos, un esquema de objetivos inflación, con base en pronósticos, yo creo que estamos de acuerdo. Quizás la diferencia es en la interpretación de qué está propiciando posiblemente un riesgo fuerte a que la inflación converja, en donde yo veo más allá de los choques de oferta, un comportamiento no congruente, o quizá con fuertes riesgos a que no converja la inflación subyacente, que hacia adelante, esos riesgos los veo y por eso lo comenté y serían parte, por lo menos de mi explicación, de por qué la inflación subyacente pudiera aumentar su ritmo de velocidad a la baja en los siguientes trimestres.

Entonces yo creo, que cómo opera el esquema, yo creo que estamos de acuerdo. Solo la diferencia en términos del porqué evalúo yo de manera diferente cómo ha venido la convergencia a la meta, con respecto a lo que quizás otro miembro de la Junta pudiere evaluar.

**LIC. ROBERTO DEL CUETO LEGASPI**

La información más reciente indica que la economía mundial continuó expendiéndose a un ritmo elevado, si bien se ha incrementado la divergencia entre países. Efectivamente, mientras la economía de los Estados Unidos continúa registrando un crecimiento alto, en la zona del euro, en Japón y en el Reino Unido sus economías se están expandiendo a tasas menores a las anticipadas. Asimismo, el ritmo de actividad en las economías emergentes está siendo también divergente. Se advierte también que el comercio internacional se ha moderado y la confianza de los negocios muestra ya los efectos de la implementación de políticas proteccionistas, todo lo cual aumenta el riesgo para la economía global.

La actividad económica en los Estados Unidos, en parte, en respuesta al estímulo fiscal adoptado en ese país, creció a un ritmo muy elevado en el segundo trimestre del año, reflejando la expansión de la mayoría de los componentes de la demanda agregada, en tanto que los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad y una elevada sensibilidad a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y otros países del mundo y a la implicación que ello pudiera tener sobre el crecimiento económico global.

Los activos más sensibles a las medidas proteccionistas mostraron un comportamiento negativo, destacando la caída de los índices accionarios en China. Adicionalmente, los precios de las acciones del sector automotriz disminuyeron significativamente ante la posibilidad de que en los Estados Unidos se impongan aranceles a la importación de automóviles, al tiempo que los precios de metales industriales se ajustaron a la baja ante el posible debilitamiento de la actividad económica y la consecuente disminución de la demanda por materias primas.

Por lo que hace a la evolución de la política monetaria en los países desarrollados, destaca que las expectativas de política monetaria mostraron pocos cambios y que, si bien los bancos centrales han advertido sobre los riesgos que conlleva un mayor proteccionismo a nivel global, la actividad económica hasta el momento ha mostrado un buen dinamismo y la inflación continúa convergiendo gradualmente a los objetivos establecidos. En estas condiciones, se sigue anticipando un gradual retiro del estímulo monetario, aunque no de manera simultánea.

Tomando en cuenta la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, se anticipa que la actividad económica en nuestro país habría registrado una contracción considerable en el segundo trimestre del presente año, lo que contrasta con la reactivación que se había observado en el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018.

En particular, las exportaciones manufactureras exhibieron en el segundo trimestre de este año un menor ritmo de crecimiento con relación al registrado en el trimestre inmediato anterior, destacando el cambio de tendencia negativa en los últimos meses de las exportaciones que realizamos a países distintos de los Estados Unidos.

En cuanto a la demanda interna, la inversión mostro una pérdidas de dinamismo respecto a la recuperación registrada a finales de 2017 y principios del presente año, explicada tanto por el desvanecimiento del repunte que la construcción había mostrado en ese periodo, como de un incipiente cambio de tendencia en la inversión en maquinaria y equipo importado.

Por su parte, luego de la reactivación que se había observado en los últimos meses, la actividad industrial volvió a mostrar debilidad al tiempo que la actividad primaria se contrajo. Mientras tanto, las actividades terciarias exhibieron una desaceleración.

En estas condiciones y ante la incertidumbre que genera el difícil entorno que enfrenta la actividad económica, considero que el balance de riesgos para esta continúa sesgado a la baja y que las condiciones de holgura en la economía se relajaron en el segundo trimestre de 2018.

Por lo que hace a la evolución de los precios en nuestro país, destaca que, en la primera quincena de julio de 2018, la inflación general anual presentó un nuevo aumento, que la llevó a un registro de 4.85%, cifra que contrasta con el 4.51% registrado en mayo y el 4.65% registrado en junio. En buena medida, estos aumentos se derivaron de incrementos en los precios de las gasolinas y del gas L.P., lo que provocó aumentos importantes en la inflación no subyacente.

Por su parte, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.64% en la primera quincena de julio, luego de haber registrado 3.69% en mayo y 3.62% en junio. El hecho de que la inflación subyacente haya dejado de

disminuir parece estar asociado a los efectos indirectos de los incrementos en los precios de los energéticos que ya comenté.

La inflación no subyacente anual continuó aumentando, observándose que pasó de 6.99% en mayo a 7.79% en junio, para finalmente alcanzar el 8.15% en la primera quincena de julio, debido fundamentalmente, como ya lo apunté, a incrementos en los precios de las gasolinas y del gas L.P.

Considerando las encuestas sobre las expectativas de los especialistas del sector privado, las medianas de expectativas de inflación general y subyacente para el cierre de 2018 aumentaron de 3.94% a 4.25% y de 3.54% a 3.6%, respectivamente, entre las encuestas de mayo y julio.

Asimismo, las correspondientes al cierre de 2019 se incrementaron marginalmente entre dichas encuestas y se ubican en 3.6% y 3.44%, respectivamente. Ello, al tiempo que las correspondientes a mediano y largo plazos siguieron estables alrededor de 3.5%.

Es pertinente señalar que, bajo las condiciones descritas, las previsiones para la trayectoria de convergencia a la meta de inflación general, se han visto afectadas por la materialización de los riesgos al alza que el Banco de México había señalado con anterioridad.

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el peso mexicano presentó una apreciación de 10.7%, destacando como la divisa que tuvo el mejor desempeño durante el periodo. Así, la moneda nacional revirtió la depreciación acumulada en meses recientes y ahora presenta una apreciación de aproximadamente 6% en lo que va del año.

Este comportamiento obedece a varios factores, destacando el desarrollo ordenado del proceso electoral del 1 de julio, los compromisos asumidos por el candidato ganador de las elecciones presidenciales en el sentido de continuar con políticas macroeconómicas sanas, la perspectiva de que en las próximas semanas se pudiera llegar a un acuerdo respecto a la renegociación del TLCAN y, finalmente, el incremento de 25 puntos base en la tasa de referencia decidido en junio pasado por esta Junta de Gobierno.

No obstante, hay que señalar que persisten riesgos para la cotización del peso, asociados a la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN, a las medidas proteccionistas en materia comercial que se pudieran implementar a nivel global, así como a la posible reducción acelerada de estímulos monetarios por parte de bancos centrales de países desarrollados. Asimismo, se advierte incertidumbre entre los inversionistas sobre las características del paquete económico que presentará al Congreso de la Unión la próxima administración federal.

Es importante destacar que el Banco de México revisó al alza los pronósticos para la inflación general anual para los próximos cuatro trimestres, debido a un aumento en la trayectoria esperada de la inflación no subyacente que obedece a los incrementos observados en los precios de las gasolinas y del gas L.P., mayores a los que se tenían previstos.

Entre los riesgos al alza asociados a estas previsiones destacan:

Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por un entorno de mayores tasas de interés externas, la fortaleza del dólar, así como la incertidumbre asociada tanto a la renegociación del TLCAN, como a las acciones que decida emprender la próxima administración.

Que se presenten choques en los precios de los bienes agropecuarios y/o que continúen registrándose incrementos importantes en los precios de los energéticos.

Y por último, que las acciones de política de comercio exterior de los Estados Unidos den lugar a un escalamiento de medidas proteccionistas que afecten adversamente el comportamiento de la inflación.

Por lo expuesto hasta aquí, estimo que el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza asociado a los riesgos descritos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre, en el que un factor importante son los efectos que pudieran tener los posibles cambios en la política económica de la nueva administración.

En estas condiciones y teniendo particularmente en cuenta que los choques que han afectado recientemente a la inflación tienen un carácter transitorio y la tendencia de la inflación subyacente sigue siendo congruente con la trayectoria prevista, mi intención de voto, a reserva de escuchar los posicionamientos de mis compañeros, es en el sentido de mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, sin perjuicio de que habremos de mantenernos atentos a cualquier presión adicional sobre la inflación que pudiera contaminar el proceso de formación de los precios o bien poner en riesgo la convergencia de la inflación general a su meta, para actuar en consecuencia con toda oportunidad.

**LIC. ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO**

La actividad económica global se ha mantenido en expansión, pero se han acentuado las divergencias en el crecimiento, especialmente entre las economías avanzadas. En particular, contrasta el dinamismo del crecimiento en Estados Unidos, mientras que en la zona euro, el Reino Unido y Japón, la información más reciente muestra una desaceleración.

En cuanto a las economías emergentes, se ha incrementado la incertidumbre sobre la economía China, si bien sobre la base de un crecimiento aún sólido, mientras que en América Latina se han revisado a la baja las expectativas de crecimiento.

Las perspectivas para la actividad económica global mantienen en el escenario central un crecimiento sólido, tanto para este y el próximo año, pero se han incrementado los factores de riesgo sobre su desempeño. Incluso, algunos de ellos han comenzado a cobrar relevancia en plazos aún menores.

Al respecto, se ha incrementado la probabilidad de enfrentar escenarios adversos de consideración, entre los cuales, destacan:

Primero, la intensificación de políticas comerciales proteccionistas. En los últimos meses Estados Unidos ha adoptado y anunciado la posibilidad de imponer diversos aranceles, que han propiciado represalias comerciales por parte de los países afectados. En caso de que estas acciones llegaran a escalarse, se podría afectar considerablemente el comercio y el crecimiento mundial. De hecho, ya hay indicios de afectaciones en el comercio mundial.

Segundo, la posición cíclica de la economía estadounidense, en combinación con la adopción de una política fiscal expansiva pro-cíclica ha incrementado el riesgo de que se restrinjan sorpresivamente las condiciones financieras. En caso de que se presente un entorno de mayores tasas de interés externas y fortaleza del dólar, ello podría afectar considerablemente a las economías emergentes, las cuales podrían registrar una mayor recomposición en los flujos de capital, lo que a su vez podría evidenciar vulnerabilidades internas y hacer más difícil su ajuste.

Tercero, mayores riesgos y vulnerabilidades en la zona del euro, en la medida en la que se han incrementado las tensiones internas y la posibilidad de que las divergencias políticas se recrudezcan.

Cuarto, si bien las tensiones geopolíticas asociadas a Corea del Norte parecen haber disminuido, se han incrementado las relativas a Irán y los efectos de los bloqueos que le ha impuesto Estados Unidos. Si bien este tipo de riesgos son de baja probabilidad, esto podría tener importantes repercusiones tanto en los precios de algunas materias primas como en el apetito por riesgo global.

En Estados Unidos, la demanda interna ha mostrado una importante expansión, ello en respuesta tanto a los efectos del estímulo fiscal como a los bajos niveles de desempleo, los cuales han alcanzado los menores niveles en varias décadas. Al respecto, tanto por la fase cíclica en la que se encuentra dicha economía, como por la temporalidad del estímulo fiscal, se prevé que se mantendrá una sólida expansión económica durante el resto de 2018 y en el 2019, y una importante desaceleración en los años siguientes, en un entorno marcadamente incierto.

En cuanto a la tendencia que han mostrado las tasas de interés en Estados Unidos, las tasas de interés de los Bonos del Tesoro a 2 años han alcanzado niveles cercanos a 2.7% y registraron un aumento de alrededor de 140 puntos base desde septiembre; y las de los bonos a 10 y 30 años se ubican en 3% y 3.13%, y presentaron alzas de alrededor de 95 y 45 puntos base, respectivamente, en igual periodo.

La Reserva Federal, en su decisión del 1 de agosto, mantuvo su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales de 1.75% a 2%. Si bien la forma de la curva de rendimientos en los Bonos del Tesoro es relativamente plana, esto parece reflejar, por un lado, la expectativa de aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo y, por otro, que se han mantenido las condiciones que han dado lugar a una baja prima por plazo.

Al respecto, en caso de que se presenten presiones inflacionarias mayores a las previstas, dependiendo de su naturaleza y de la respuesta de política monetaria, se podrían modificar tanto las expectativas para las tasas de corto plazo, o incluso las referidas primas.

Si bien el proceso de normalización de la postura de política monetaria se había planeado y anunciado para que fuera muy gradual y sin sorpresas, actualmente está sujeto a mayores riesgos y a un entorno de mayor incertidumbre. En este entorno, en el que se pueden presentar mayores tasas de interés externas y una fortaleza generalizada del dólar, se puede presentar una importante reducción en el apetito por riesgo en los mercados financieros y salidas de capital en instrumentos de economías emergentes. Este ajuste podría profundizarse en caso de que se materializara un entorno más adverso para el comercio internacional.

Si bien los mercados emergentes han mantenido un entorno volátil, especialmente en Asia, en el caso de México, desde mediados de junio, la cotización del peso se ha fortalecido, así como otros indicadores de mercado, como los indicadores de riesgo soberano. Ello debido, en parte a que las primas de riesgo asociadas al proceso electoral se han venido reduciendo; a que los mercados financieros prevén que se mantendrán posturas fiscales y monetarias que contribuyan a un ajuste ordenado de la economía y a que los mercados financieros han venido incorporando una mayor probabilidad de alcanzar un acuerdo en las negociaciones del TLCAN.

No obstante, hacia adelante, persiste tanto la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, como la asociada a los factores ligados a nuestro país, lo que incidiría en los mercados financieros nacionales.

Por ello, es importante fortalecer la solidez de las políticas macroeconómicas que han permitido a la economía transitar con orden en un entorno adverso e incierto, tanto en lo externo como en lo interno. Esta estrategia es necesaria para reducir la probabilidad de hacer frente a posibles recomposiciones abruptas en los portafolios de inversión e, inclusive, salidas de capital.

En cuanto a la actividad económica en México, después de la aceleración que mostró el crecimiento económico en el cuarto trimestre del año pasado y el primero de este, la información disponible al segundo trimestre muestra una importante desaceleración.

Por el lado de la producción, los servicios han venido moderando su crecimiento, mientras que la actividad industrial volvió a debilitarse, derivado de una desaceleración de la producción manufacturera y en la construcción.

Por el lado de la demanda agregada, la economía continúa ajustándose a un entorno de elevada incertidumbre y de una reducción en la disponibilidad de recursos externos y de depreciación del tipo de cambio real. En lo general, ello ha propiciado una expansión de exportaciones, una moderación en el consumo, y una clara debilidad en la inversión.

En lo particular, en el segundo trimestre del año, las exportaciones manufactureras atenuaron su dinamismo, el consumo ha mantenido una expansión moderada y la inversión volvió a debilitarse, tanto en el componente de construcción como en el de maquinaria y equipo.

El escenario central para el crecimiento en 2018 se ha ajustado considerablemente a la baja de 2.7% a 2.2%, ello en respuesta a la debilidad mostrada en el segundo trimestre del año y a la perspectiva de que la inversión siga débil en los próximos trimestres. Para el 2019, si bien aún no se prevén cambios de consideración en el pronóstico de crecimiento, se anticipa un entorno de mayor incertidumbre.

En suma, entre los factores de riesgo para el crecimiento destacan una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y un menor apetito por riesgo derivado de un apretamiento en las condiciones monetarias y financieras mayor al anticipado; la adopción de políticas comerciales proteccionistas adicionales que afecten a la economía mexicana; la materialización de riesgos geopolíticos, y la incertidumbre sobre la renegociación del TLCAN y el futuro de la relación bilateral con Estados Unidos.

Adicionalmente, entre los factores de riesgo de mediano plazo que pueden afectar el crecimiento económico destacan la incertidumbre respecto a la adopción de las medidas necesarias para incrementar la productividad de la economía mexicana y la adecuada utilización de los factores, y la inseguridad pública, la corrupción, la impunidad y la falta de estado de derecho, que son factores que han venido deteriorando las perspectivas de inversión y afectando al crecimiento económico.

Por lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja.

En cuanto a la inflación, por lo que se refiere a la general, después de haber registrado una clara trayectoria a la baja en los primeros cinco meses del año, en las últimas quincenas se ha visto afectada por aumentos en la inflación no subyacente, en particular, por los precios de los energéticos, en particular las gasolinas y el gas L.P. De hecho, la contribución de los energéticos al aumento de la inflación general en la primera quincena de julio fue mayor que la registrada en enero de 2017.

Por su parte, la inflación subyacente ha mantenido durante todo el año una tendencia decreciente, si bien ésta se ha venido moderando en sus datos más recientes, en parte, por los efectos indirectos de dichos incrementos.

Las expectativas de inflación para el cierre de 2018 han reflejado los choques antes descritos, pasando de 4% a 4.25% de junio a julio. Por su parte, las expectativas para 2019 pasaron en igual periodo de 3.56% a 3.6%, mientras que las de plazos mayores se han mantenido relativamente estables, en un nivel superior a la meta, y alrededor de 3.5%.

Por lo que se refiere a la posición cíclica de la economía, los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura, muestran que éstas se han mantenido estrechas, especialmente en el mercado laboral. No obstante, la información más reciente apunta a que las condiciones de holgura pudieron haber registrado cierto relajamiento, y las perspectivas de la actividad económica lo confirman.

Al respecto, si bien los indicadores salariales han mostrado incrementos moderados, considerando la falta de holgura en el mercado laboral, estos podrían verse presionados. Por ello, las revisiones salariales deberán ser evaluadas estrechamente, a fin de identificar cabalmente sus efectos en la formación de precios. En particular, cobra relevancia que las alternativas que se han planteado para la revisión de diversos

indicadores salariales estén asociadas a las ganancias en productividad y que no conlleven una presión generalizada de costos en la economía.

En los últimos meses han comenzado a materializarse algunos de los riesgos al alza para la inflación, bajo un entorno externo más adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna. En particular, la cotización del peso ha estado sujeta a episodios de volatilidad, si bien recientemente ha revertido dichas presiones y se ha apreciado. Por otro lado, la inflación no subyacente se ha mantenido presionada, especialmente por los aumentos en los precios de las gasolinas y del gas L.P., asociados a los aumentos en sus referencias internacionales.

Al respecto, la postura de política monetaria debe evitar que dichas presiones de oferta contaminen la formación de precios en la economía y mantener la trayectoria de convergencia a la inflación a su meta de 3%.

En relación al comportamiento reciente de la inflación respecto a sus pronósticos destaca que la información más reciente de la inflación general ha mostrado, principalmente, los efectos de los aumentos en los precios de los energéticos. Si bien este cambio en precios relativos retrasa la convergencia de la inflación hacia su meta en los próximos 12 meses, se prevé que sus efectos sean de carácter transitorio.

La inflación subyacente, cuya evolución responde de manera más clara a la postura de política monetaria, se ha mantenido en línea con los pronósticos y se prevé que continúe su tendencia decreciente hacia el 3%.

No obstante, persisten importantes factores de riesgo que pueden afectar a la inflación, tanto de índole externa como interna. En particular, la cotización del peso seguirá sujeta a periodos de volatilidad, como resultado de un entorno externo de mayores tasas de interés y fortalecimiento del dólar, y en respuesta a las perspectivas sobre el proceso de renegociación del TLCAN. Al respecto, en caso de enfrentar un escenario adverso en el que requiera de un ajuste del tipo de cambio real, es importante evitar que se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y posibles efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. Además, persisten factores de riesgo e incertidumbre de índole interna que podrían implicar retos considerables para el proceso de reducción de la inflación. Por ello, se considera que el balance de riesgos para la inflación, mantiene un sesgo al alza.

Al respecto, bajo los escenarios que se prevén para la economía, la postura monetaria actual es congruente con una convergencia de la inflación general y subyacente a un nivel de 3% en el horizonte en el que opera la política monetaria, por lo que mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%

No obstante, aún se enfrentan riesgos considerables y es necesario mantener un mensaje de prudencia y cautela respecto a la postura de política monetaria, destacando que esta considerará toda la información disponible, especialmente la relativa a los choques que pudieran afectar al referido proceso de convergencia a la meta.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 2 de agosto de 2021

www.banxico.org.mx