



BANCO DE MÉXICO

Resumen Ejecutivo del Informe Trimestral

Abril – Junio 2018

Resumen

Durante 2018, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre cuyo origen se encuentra tanto en factores externos, como internos. En el ámbito internacional, se observó un recrudecimiento de las tensiones comerciales entre diversas economías, así como incrementos de las tasas de interés en Estados Unidos y un fortalecimiento generalizado del dólar, asociados a una mayor divergencia en el desempeño observado y esperado entre las principales economías avanzadas. Ello ha generado la expectativa de que la Reserva Federal continúe normalizando su postura monetaria a un ritmo mayor al de los bancos centrales de otras economías desarrolladas. En este entorno, en los mercados financieros internacionales se observaron episodios de volatilidad y de menor apetito por riesgo y, en consecuencia, un comportamiento negativo de los precios de activos de economías emergentes. En el ámbito relacionado más directamente con la economía nacional, durante el periodo que se reporta destacaron la incertidumbre y volatilidad asociadas a la falta de acuerdos en el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y al proceso electoral.

En este contexto, en los primeros cinco meses del año la inflación general anual mostró una disminución. No obstante, a partir de junio se materializaron algunos de los riesgos al alza que se habían señalado en el Informe anterior, lo cual condujo a aumentos importantes en la inflación no subyacente, la cual se mantiene en niveles elevados. Ello ha afectado la velocidad de convergencia de la inflación general hacia el objetivo. De esta forma, luego de que la inflación anual promedio registrara 5.31% en el primer trimestre de 2018, 4.55 y 4.51% en abril y mayo, respectivamente, en junio repuntó a 4.65% y alcanzó 4.81% en julio y en la primera quincena de agosto. En cuanto a la inflación no subyacente, se observaron incrementos mayores a los anticipados en los precios de algunos energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., mismos que aumentaron su tendencia de crecimiento desde junio. Otro de los riesgos que se materializó durante la mayor parte del segundo trimestre del año fue la depreciación de la moneda nacional, la cual obedeció a los factores externos e internos referidos. No obstante, esta

evolución se revirtió desde mediados de junio debido, entre otros factores, a las acciones de política monetaria adoptadas por el Banco de México; a la percepción de una mejoría en el ambiente de negociaciones del TLCAN; y a la menor incertidumbre después de las elecciones federales. Por su parte, la inflación subyacente continuó exhibiendo un comportamiento descendente acorde a lo previsto durante el periodo que cubre este Informe. El desempeño de este subíndice ha sido consecuencia de un relajamiento de las condiciones cíclicas de la economía derivado de la contracción que presentó la actividad económica en el segundo trimestre, de la apreciación del tipo de cambio referida y de las acciones de política monetaria llevadas a cabo por este Instituto Central, que han evitado que los distintos choques a los que ha estado expuesta la inflación generen efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. Así, la inflación subyacente anual promedio en el primer trimestre de 2018 fue de 4.29%, de 3.67% en el segundo y de 3.60% en la primera quincena de agosto.

Durante el periodo que cubre este Informe el Banco de México condujo su política monetaria con el objeto de preservar el anclaje de las expectativas de inflación y reforzar la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta. En particular, en sus reuniones de abril y mayo de 2018, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.50%. Ello considerando que, con la información disponible en ese momento, la postura de política monetaria era congruente con la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta, si bien, como se mencionó, la inflación no subyacente aún muestra niveles elevados. No obstante, como ya se destacó, a partir de junio se materializaron algunos riesgos para la inflación. Así, ante el deterioro en el balance de riesgos para la inflación y la materialización de algunos riesgos que pudieran retrasar el proceso de convergencia de la inflación a su meta, en su reunión de junio la Junta de Gobierno decidió ajustar la postura monetaria, elevando en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%. Posteriormente, los mercados financieros nacionales

mostraron una evolución más favorable y se revirtió la depreciación que había experimentado la moneda nacional en los meses previos. Los choques que han afectado recientemente a la inflación son de naturaleza transitoria; las condiciones cíclicas de la economía se han relajado y la perspectiva es que lo sigan haciendo inclusive a un ritmo mayor al previamente anticipado –lo cual implicaría menores presiones de demanda sobre la inflación–; y la tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo a la baja. Considerando lo anterior, en su reunión de agosto la Junta decidió mantener la tasa objetivo sin cambio.

Profundizando en las condiciones externas que se enfrentaron durante el periodo que cubre este Informe, la economía mundial continuó expandiéndose, si bien se ha incrementado la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. En particular, destaca el mayor crecimiento de la economía de Estados Unidos en un contexto de reducida holgura. Ello podría conducir a mayores presiones inflacionarias, lo cual contrasta con condiciones de menor crecimiento y presiones inflacionarias moderadas en otras economías avanzadas. Si bien para lo que resta de 2018 y 2019 las perspectivas de crecimiento para la economía mundial sugieren una expansión favorable, los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía global tanto en el corto, como en el mediano plazo se han acrecentado. Lo anterior debido al escalamiento de las disputas comerciales, al posible apretamiento en las condiciones financieras y a la persistencia de riesgos geopolíticos e idiosincrásicos. Estos factores han contribuido a generar incertidumbre y volatilidad y, por lo tanto, a una disminución del apetito por riesgo a nivel global y a menores flujos de capital hacia las economías emergentes y depreciaciones de sus monedas.

Con respecto al comportamiento del tipo de cambio en el periodo que cubre este Informe, destaca que de finales de marzo a la primera mitad de junio de este año, la moneda nacional registró un aumento importante en su volatilidad y una depreciación de 12.6%. Entre los factores de índole externo que influyeron en este comportamiento se encuentran el fortalecimiento generalizado del dólar

estadounidense y la presencia de riesgos con respecto al panorama de comercio internacional, lo cual influyó en la cotización de la mayoría de las monedas de economías emergentes. Factores de índole interno, tales como la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al desarrollo del proceso electoral en nuestro país, también contribuyeron a dicha evolución. En contraste, de la segunda mitad de junio a finales de agosto, la moneda nacional mostró una apreciación de 9.9%. Ello reflejó: i) los efectos de las acciones de política monetaria del Banco de México; ii) la percepción de una mejoría en las perspectivas de las negociaciones del TLCAN; y, iii) la menor incertidumbre después de la elección en el país.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México, estas registraron incrementos en todos los plazos en el periodo que se reporta, en especial en aquellos correspondientes al mediano plazo, si bien dichos incrementos se han revertido parcialmente a partir de mediados de junio. Al respecto, cabe destacar que los ajustes en las tasas de interés de corto plazo estuvieron en línea con el incremento en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de junio, mientras que los aumentos en las tasas de mayor plazo se vieron influidos por los ajustes al alza que registraron las tasas de interés externas. Lo anterior condujo a que la curva de rendimientos se mantuviera relativamente plana, toda vez que su pendiente (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) permaneció relativamente estable.

En el ámbito interno, en el segundo trimestre de 2018 la actividad económica presentó una contracción respecto del primero. Este comportamiento contrasta con la expansión observada en los dos trimestres previos y es resultado de la reversión del dinamismo que había mostrado la inversión en el periodo de diciembre de 2017 a marzo de 2018, especialmente el rubro de gasto en construcción, y de un debilitamiento de las exportaciones, mientras que el consumo mantuvo un comportamiento positivo. En consecuencia, se estima que las condiciones de holgura mostraron un relajamiento en el periodo que se reporta, aunque en un entorno de condiciones estrechas en el mercado laboral.

En cuanto al escenario macroeconómico previsto por el Banco de México destaca:

Crecimiento de la economía nacional: La contracción que registró la economía mexicana en el segundo trimestre de 2018 reflejó un debilitamiento de la actividad mayor al que se anticipaba en el Informe previo. Se espera que México siga enfrentando un entorno complejo, en el que es posible que se observe un incremento en las tensiones comerciales a nivel mundial, mayores tasas de interés externas y un dólar fuerte, y escenarios de contagio provenientes de otras economías emergentes, lo cual puede conducir a que continúe observándose atonía en diversos componentes de la demanda privada y las exportaciones. Cabe señalar que los anuncios recientes respecto del entendimiento sobre la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos contribuyen a reducir la incertidumbre que ha venido enfrentando la economía mexicana. En el ámbito interno, existe incertidumbre asociada al cambio de administración en el país y a los retos de implementación de la agenda de política pública. Adicionalmente, se prevé que persista la debilidad que la plataforma de producción petrolera ha venido mostrando en los últimos años. En este contexto, el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 se modifica de uno de entre 2.0 y 3.0% en el Informe anterior, a uno de entre 2.0 y 2.6%. A su vez, el intervalo de crecimiento esperado para 2019 se revisa de uno de entre 2.2 y 3.2% en el Informe previo a uno de entre 1.8 y 2.8%. Estas previsiones consideran que se mantendrá un marco macroeconómico sólido, con finanzas públicas sostenibles y políticas que propicien la inversión y el crecimiento de la productividad.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, con base en la trayectoria esperada del producto, se anticipa que las condiciones de estrechez continúen relajándose, incluso a un ritmo mayor al previsto anteriormente. En particular, se espera que tanto la estimación de la brecha del producto que excluye el sector petrolero, como el indicador de holgura trimestral, continúen disminuyendo a lo largo del horizonte de pronóstico.

Empleo: En congruencia con el comportamiento esperado de la economía, los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS

para 2018 y 2019 se revisan a la baja. En particular, se prevé que en 2018 este indicador muestre un incremento de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo, intervalo que se compara con las previsiones del Informe previo de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo. Para 2019 se anticipa un aumento de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo, rango menor al de entre 690 y 790 mil del Informe anterior.

Cuenta Corriente: Para 2018, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.4 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores a las reportadas en el Informe anterior de 14.0 y 25.2 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.1% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.1 y 27.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.1% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 15.0 y 30.5 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3% del PIB, en el mismo orden).

Ante la incertidumbre que prevalece en la economía mexicana, el balance de riesgos para el crecimiento económico del país continúa sesgado a la baja.

Entre los riesgos a la baja en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel mundial afecte adversamente el crecimiento global y el comercio internacional, particularmente el de México.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados, entre otros factores, de sorpresas inflacionarias en Estados Unidos, que resulten en aumentos en las tasas de interés en ese país mayores a los esperados, así como de un posible contagio proveniente de otras economías emergentes o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que permanezca el ambiente de incertidumbre que ha venido afectado a la inversión, y que ello ocasione que diversas empresas pospongan sus planes de inversión en México o que los

consumidores mexicanos reduzcan su gasto de manera precautoria.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- i. Que los anuncios recientes referentes al entendimiento sobre la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos den lugar a una reactivación de la inversión.
- ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- iii. Que se observe un gasto público mayor al anticipado.

Además de los anteriores, la economía mexicana enfrenta diversos riesgos que, de materializarse, no solo podrían afectar su crecimiento cíclico, sino que también podrían incidir negativamente sobre su potencial de crecimiento en el mediano y largo plazos. Entre estos se encuentran:

- i. Que el prolongamiento de la atonía que la inversión ha venido exhibiendo desde hace varios años tenga un efecto más notorio sobre la capacidad productiva del país y el ritmo de adopción de nuevas tecnologías.
- ii. Que las medidas proteccionistas ya implementadas, o la adopción de nuevas acciones, afecten de manera adversa la inserción de ciertas economías, y en particular de la mexicana, en las cadenas globales de valor.
- iii. Que la competitividad de la economía mexicana se vea afectada por diversos factores, externos o internos, como la reducción tributaria a empresas en Estados Unidos.
- iv. Que se acentúen los problemas de inseguridad pública, de corrupción, de impunidad y de falta de estado de derecho, con sus consecuentes efectos adversos sobre la inversión y la actividad económica.

Inflación: Las previsiones para la inflación que se presentan en este Informe toman en cuenta que los incrementos mayores a los previstos que se han observado en los precios de los energéticos,

principalmente de la gasolina y del gas L.P., en un entorno en el que la inflación no subyacente ya se encontraba en niveles elevados, afectarán la trayectoria de la inflación general anual esperada durante 2019, si bien se estima que su efecto sea transitorio. Por ello, se anticipa que la trayectoria de convergencia de la inflación general hacia su meta se vea retrasada, fundamentalmente, por el comportamiento de la inflación no subyacente. En un entorno como el presente, en el que la inflación no subyacente anual se ha situado persistentemente por encima de 3% y, además, ha sufrido choques adicionales de magnitud considerable y una elevada volatilidad, se ha visto afectado el proceso de reducción de la inflación general anual hacia el objetivo de 3% que el Banco de México tiene para dicho indicador. La inflación subyacente refleja de mejor manera la postura monetaria. Es por ello que en la presente coyuntura, la Junta de Gobierno le dará un seguimiento especialmente cercano a este indicador. En este contexto, se estima que la inflación subyacente anual continúe disminuyendo, reflejando tanto la postura monetaria, como el relajamiento previsto de las condiciones cíclicas de la economía, y que alcance un nivel de 3% en el tercer trimestre de 2019. Por su parte, se espera que la inflación general anual se aproxime durante el resto del año y en 2019 hacia el objetivo de 3%, ubicándose durante el primer semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo (Cuadro 1 y Gráficas 1, 2, 3 y 4).

Como complemento a las gráficas de abanico que usualmente se incluyen, se presentan diagramas de caja y brazos para ilustrar tanto la tendencia central, como el rango de valores en los cuales podrían ubicarse la inflación general y subyacente. Cada diagrama está compuesto por un rectángulo (caja) que está delimitado por el rango intercuartílico, el cual contiene el 50% intermedio de la masa de la distribución, y dos líneas (brazos) determinadas por 1.5 veces el tamaño de este rango. La mediana, la cual corresponde al valor del pronóstico, se identifica al centro de la caja como la medida de tendencia central y el rango intercuartílico funciona como una medida de dispersión.

Adicionalmente, en la Gráfica 5 se presentan las diferencias en las contribuciones de los grupos de la inflación subyacente y no subyacente a la inflación general anual con respecto al pronóstico presentado

en el Informe anterior. La revisión al alza se explica, en buena medida, por una mayor contribución esperada de las variaciones en los precios de los energéticos a la inflación general anual en relación con la anticipada en el Informe previo, principalmente durante los siguientes cuatro trimestres. En lo que concierne a las contribuciones de la inflación subyacente, aquellas de las variaciones

de los precios de las mercancías se revisan ligeramente al alza en el corto plazo como resultado de los efectos indirectos derivados de los aumentos en los precios de los energéticos, si bien en el horizonte en el que opera la política monetaria presentan un ajuste a la baja. A esto último también coadyuvan las menores condiciones de estrechez en la economía, así como la postura monetaria.

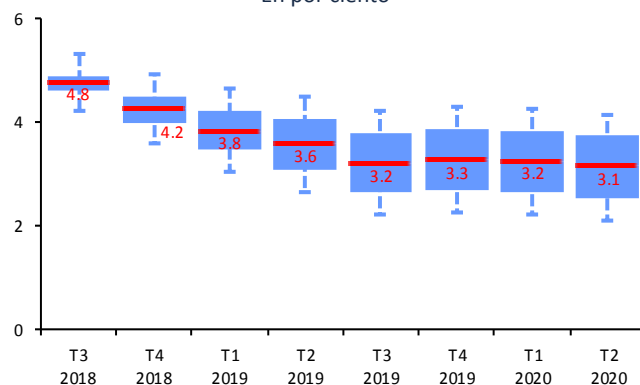
Cuadro 1
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
Variación anual en por ciento

	2018			2019				2020	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
INPC									
Informe Actual	4.6 *	4.8	4.2	3.8	3.6	3.2	3.3	3.2	3.1
Informe Anterior	4.6	4.3	3.8	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	
Subyacente									
Informe Actual	3.7 *	3.6	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9
Informe Anterior	3.7	3.6	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	

*/ Cifras observadas.

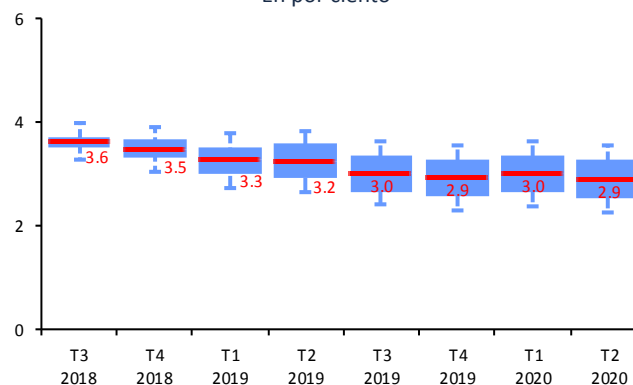
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 1
Diagrama de Caja y Brazos: Pronósticos de Inflación General Anual
En por ciento



Fuente: Banco de México.

Gráfica 2
Diagrama de Caja y Brazos: Pronósticos de Inflación Subyacente Anual
En por ciento



Fuente: Banco de México

El balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno con un alto grado de incertidumbre. Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores en el horizonte de pronóstico destacan los siguientes. Al alza:

- i. Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y a la fortaleza del dólar, como a los elementos de incertidumbre que persisten en el ámbito externo e interno. En caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el

Banco de México estará atento a que este se dé de manera ordenada y sin efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía.

- ii. Que se presenten incrementos adicionales en los precios de algunos energéticos o aumentos en los precios de los bienes agropecuarios, lo cual conduciría a que el comportamiento de la inflación no subyacente obstaculice aún más la convergencia de la inflación a la meta.
- iii. Que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global

que afecten adversamente el comportamiento de la inflación.

- iv. Que un gasto público mayor al anticipado reduzca la velocidad a la que viene disminuyendo la inflación subyacente.
- v. En la medida en que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad, podrían constituirse en una presión de costos en la economía.

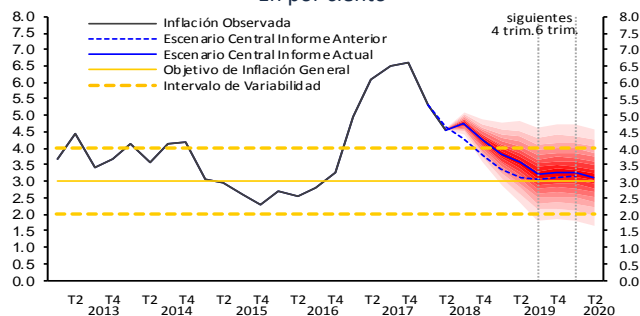
A la baja:

- i. Una posible apreciación de la moneda nacional en caso de que el resultado de los anuncios recientes sobre el entendimiento en cuanto a la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos sea favorable.

Asimismo, entre los riesgos que podrían afectar al panorama inflacionario en un largo plazo destacan:

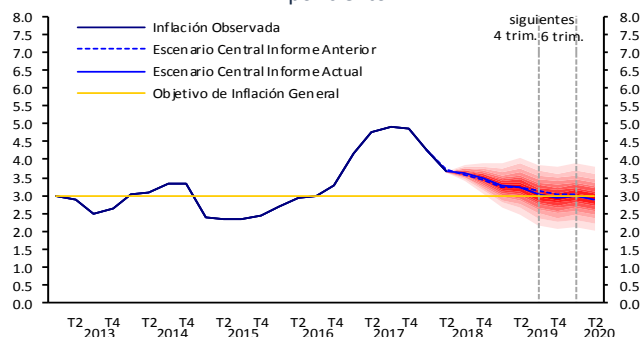
- i. Que el tipo de cambio real muestre una mayor tendencia hacia la depreciación, ante un entorno externo desfavorable en lo correspondiente a las condiciones financieras y comerciales.
- ii. Que se presente una situación de debilidad estructural de las finanzas públicas.

Gráfica 3
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual 1/
En por ciento



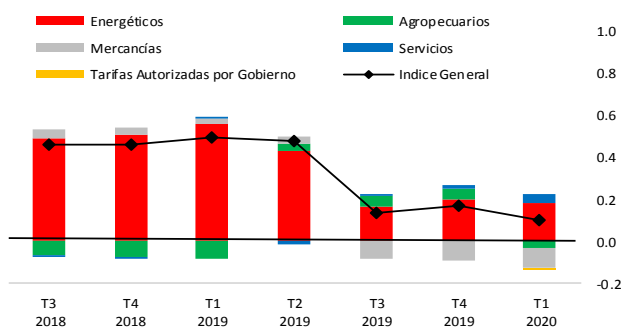
1/ Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2018, es decir, el tercer y primer trimestre de 2019 y 2020 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad. Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 4
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual 1/
En por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2018, es decir, el tercer y primer trimestre de 2019 y 2020 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad. Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 5
Diferencias en Contribuciones al Pronóstico de la Inflación General Anual
(Informe Actual vs Informe Anterior)



Fuente: Banco de México.

- iii. Que se acentúe la debilidad de la inversión y la falta de crecimiento de la productividad, lo cual ante la expansión de algunos componentes de la demanda agregada haría más difícil la reducción en la inflación. Esto también podría derivar de un agravamiento en los problemas de inseguridad, de corrupción y de falta de certeza jurídica en el país.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto de su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para la inflación. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del

tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que estas alcancen dicha meta.

Para hacer frente a los retos que pudiera enfrentar la economía mexicana y para atender los rezagos y necesidades de millones de mexicanos, se deben impulsar políticas que permitan al país alcanzar su potencial con base en cimientos sólidos, entre los que destacan la disciplina fiscal y la estabilidad de precios, la apertura comercial, y las acciones que se han tomado para mejorar la eficiencia de la economía. Así, es importante ratificar el compromiso de mantener un marco macroeconómico sólido como base para una política económica que detone el crecimiento del país. Debe reconocerse que la estabilidad macroeconómica por sí misma, si bien es necesaria, no es suficiente para generar mayor crecimiento económico. También es necesario enfrentar los problemas estructurales e institucionales que podrían impedir al país aumentar su productividad, sin olvidar que, en última instancia,

la única forma de generar empleos mejor remunerados y reducir la pobreza de manera sostenible es a través de una mayor productividad. En efecto, diversos sectores de la economía mexicana tienen estructuras de mercado que, en lugar de promover la competencia y la creación de valor, han propiciado la extracción de rentas, protegiendo los intereses de algunos agentes particulares y no los de los consumidores. Asimismo, ha hecho falta invertir en proyectos que doten al país de una infraestructura que contribuya a fortalecer el mercado interno y a aprovechar aún más la vocación exportadora de México a lo largo de todo el país. Adicionalmente, como se ha mencionado en Informes anteriores, es imperativo avanzar hacia un fortalecimiento de ámbitos distintos al económico, sobre todo los relacionados con las condiciones de seguridad y de certeza jurídica. En efecto, mejorar la seguridad pública reduciría los costos de operación que actualmente enfrentan las empresas, incentivaría la inversión y el consumo privado, y facilitaría el transporte y la distribución de productos. Por su parte, reforzar la certeza jurídica en torno a los derechos de propiedad sería conducente a generar un ambiente de mayor inversión. Así, políticas que reduzcan la inseguridad, que abatan la corrupción, que mejoren la gobernanza de las instituciones públicas y que garanticen el pleno respeto de la propiedad privada, son fundamentales para propiciar un mayor bienestar de todos los mexicanos.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx