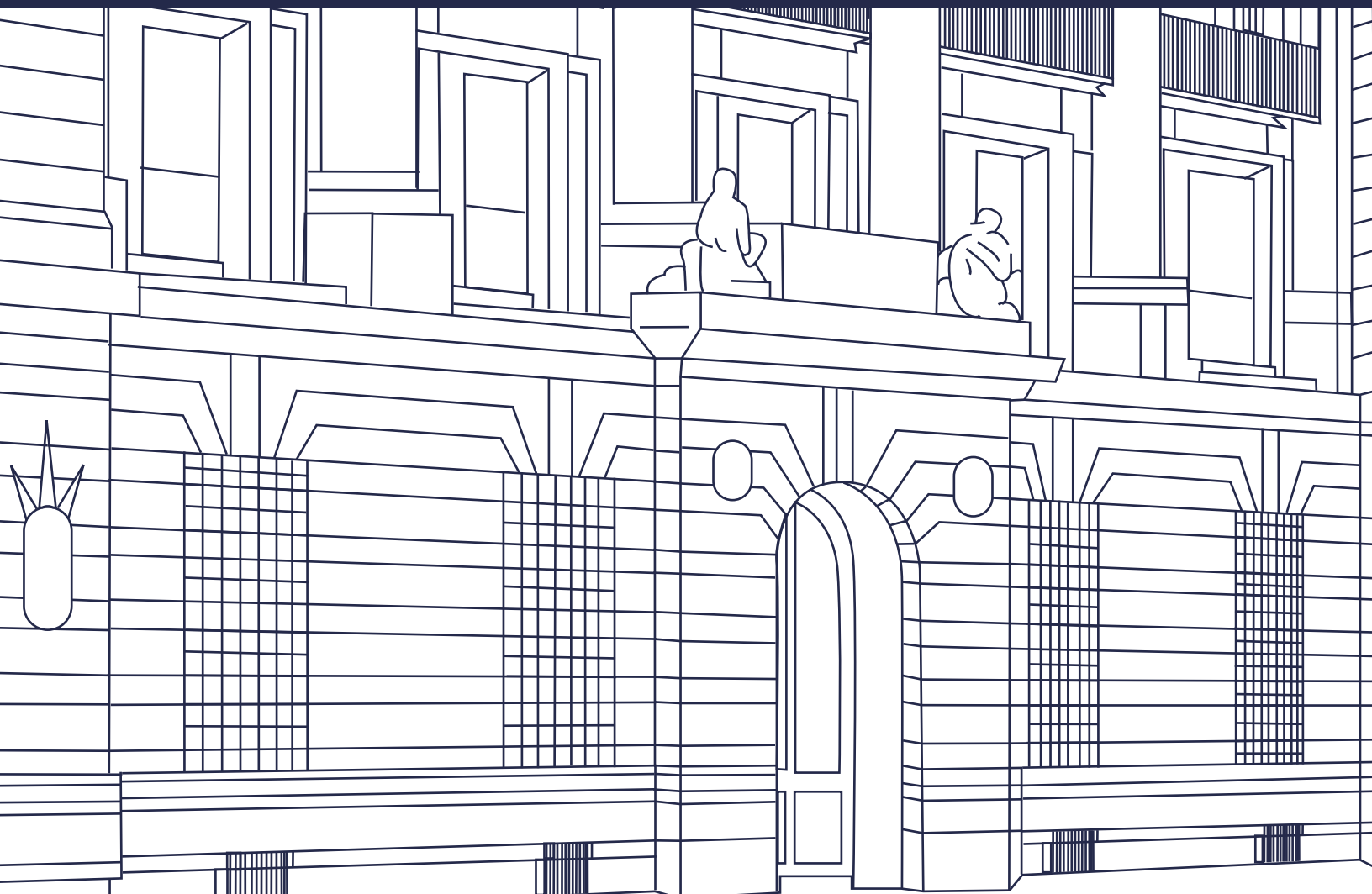




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 59

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 17 de mayo de 2018



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 17 de mayo de 2018.

### 1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. José Antonio González Anaya, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

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

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

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

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

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

Todos los miembros destacaron que la economía mundial siguió expandiéndose de manera generalizada durante el primer trimestre de 2018. Uno señaló que entre los principales soportes del crecimiento mundial destacan el aumento del comercio internacional y una recuperación de la inversión. No obstante, la mayoría notó que en el margen se observó una desaceleración. Señaló que esto se explica principalmente por el menor crecimiento que han presentado las economías avanzadas debido a ciertos factores transitorios, así como a condiciones climatológicas adversas. Uno consideró que el menor dinamismo también se asocia a que una fracción importante de las economías avanzadas y emergentes, transita por una parte tardía del ciclo económico. La mayoría mencionó que los pronósticos de crecimiento para la economía mundial para 2018 y 2019 se han mantenido sin cambios respecto a los datos a

conocer a principios de este año. Uno expuso que, a pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros y las preocupaciones sobre las políticas comerciales que pudieran adoptarse, las perspectivas de recuperación de la actividad económica mundial se han visto apoyadas por una mejoría en los mercados laborales, por una elevada confianza de los agentes económicos y por los efectos de un mayor estímulo fiscal en algunas economías avanzadas. Otro indicó que el fortalecimiento esperado de la economía global en el trimestre abril-junio da sustento a la previsión de un mayor crecimiento de la economía global en este año en relación con el pasado. Un miembro mencionó que los riesgos para la economía global en el corto plazo, es decir en 2018 y 2019, parecen estar equilibrados. No obstante, la mayoría coincidió en que existen diversos riesgos a la baja, particularmente en el mediano y largo plazos, entre los que destacan un escalamiento de medidas proteccionistas, un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y un endurecimiento de las condiciones financieras globales resultante de una normalización de la política monetaria de Estados Unidos más acelerada de lo anticipado, y/o la materialización de algunos riesgos geopolíticos.

En relación con la posible adopción de medidas proteccionistas, puntualizó que esta tendría importantes efectos sobre el comercio internacional y la inversión. En particular, un miembro advirtió que, si bien los temores de un conflicto comercial entre Estados Unidos y China han disminuido en las semanas recientes, el riesgo de tensiones entre estos países aún prevalece. Agregó que la imposición de restricciones a los flujos comerciales y de inversión tendría implicaciones no solo para las partes en conflicto, sino para la economía global en su conjunto. Sostuvo que tanto a nivel regional como mundial, se afectarían la asignación de recursos y el dinamismo de la actividad económica. Asimismo, comentó que se podrían generar disrupciones importantes en las cadenas globales de valor y, al incidir en la confianza de los inversionistas, una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este contexto, indicó que, a pesar de los esfuerzos por reducir las tensiones geopolíticas en algunas regiones, estas no han desaparecido, y que en otros frentes como el Medio Oriente, inclusive se han agudizado. Por otro lado, otro agregó que de seguir con las condiciones actuales, en las cuales en algunos países existe un acelerado envejecimiento de la población y un bajo aumento en la productividad, ello podría reducir el promedio del crecimiento potencial de la economía global a niveles de entre 2.3 y 2.5% anual durante la próxima década.

Con relación a la inflación mundial, algunos mencionaron que durante el primer trimestre de 2018 se observaron incrementos graduales en algunas economías derivado, en parte, de aumentos en los precios de materias primas y una reducción significativa en la holgura del mercado laboral. Uno de ellos apuntó que dichos aumentos han sido apoyados por las perspectivas de continuo crecimiento global y que, en el caso de los energéticos, los precios del petróleo también se han visto afectados por algunos factores de oferta. Otro destacó que el anuncio reciente por parte de Estados Unidos sobre la restitución de sanciones a Irán ha contribuido a un repunte de las cotizaciones internacionales del petróleo a niveles no observados desde finales de 2014. Consideró que lo anterior podría tener implicaciones relevantes para la actividad económica y la inflación en diversas economías avanzadas y emergentes. En ese entorno, uno señaló que la perspectiva para la inflación global es que continúe una trayectoria ascendente, aunque a un ritmo moderado, y que los precios de los activos actualmente incorporan dicha previsión. Otro agregó que, aunque el balance de riesgos para la inflación a nivel global se mantiene estable en el corto plazo, hacia adelante persisten factores latentes de riesgo al alza.

La mayoría destacó que, en Estados Unidos, el crecimiento de la actividad económica se moderó durante el primer trimestre del año. Algunos sostuvieron que ello se debió, principalmente, a una menor expansión del consumo privado, y uno de ellos añadió que dicha desaceleración fue contrarrestada parcialmente por un aumento en la inversión. Indicó que el menor crecimiento se dio en un contexto en donde la confianza de los agentes económicos se encuentra en niveles históricamente altos. Un miembro notó que la economía estadounidense ha transitado por un ciclo atípico, con una recuperación extendida y gradual. En este entorno, algunos integrantes recalcaron que los datos indican un continuo fortalecimiento del mercado laboral y que la tasa de desempleo ha alcanzado uno de sus niveles más bajos de las últimas décadas. Así, la mayoría apuntó que se ha observado una sostenida reducción en los niveles de holgura en esa economía. Respecto de los pronósticos para la actividad económica en Estados Unidos, la mayoría destacó que se espera que esta crezca a un ritmo sólido en los próximos trimestres. Apuntó que los indicadores oportunos de demanda privada anticipan un repunte del crecimiento durante el segundo trimestre, y un mayor dinamismo durante el resto de este año y el siguiente, a lo que uno añadió que es precisamente en estos dos años cuando los significativos recortes tributarios aprobados a finales del año pasado y el

incremento esperado en el presupuesto gubernamental tendrían efectos más significativos sobre el crecimiento. Otro agregó que los pronósticos de crecimiento para estos años ya incluyen los efectos de la reforma tributaria y que estos se mantienen estables en 2.8 y 2.6%, respectivamente. En cuanto a los riesgos para el crecimiento de Estados Unidos, algunos integrantes mencionaron la posibilidad de que en años posteriores se vayan reduciendo los efectos del estímulo fiscal. Uno de ellos agregó que las mayores tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos también podrían tener un efecto negativo sobre el crecimiento. Otro añadió a los riesgos a la actividad la posibilidad de un deterioro en las finanzas públicas de ese país, así como la materialización de escenarios asociados a temas arancelarios con China y a conflictos geopolíticos.

Sobre la inflación en Estados Unidos, un integrante mencionó que parecería haber un consenso de que la curva de Phillips ha mostrado un fuerte aplanamiento en los últimos años, lo que brindaría una explicación de por qué las condiciones de estrechez en el mercado laboral en ese país no se han traducido en mayores presiones sobre los salarios y la inflación. Añadió que dos factores importantes para explicar este fenómeno serían la creciente automatización en diversos procesos de producción manufacturera y el efecto de la globalización. Otro miembro señaló que la Reserva Federal reconoció, en su último comunicado, que tanto la inflación general, como la subyacente, se han acercado al objetivo de 2%. Además, la mayoría recalcó que ese Banco Central indicó que hacia adelante espera que la inflación se ubique alrededor de su objetivo simétrico de 2%. Un miembro argumentó que el señalamiento de que el objetivo de inflación es simétrico podría interpretarse como cierta tolerancia a cifras de inflación por encima de la meta. Por otro lado, algunos miembros argumentaron que se podrían observar presiones al alza para la inflación en un entorno en que el mercado laboral se encuentra cerca del pleno empleo y ante la posibilidad de que la economía de Estados Unidos opere por arriba de su potencial en los próximos años. Así, uno de ellos destacó que lo anterior ha propiciado un incremento en las expectativas de inflación, así como una mayor incertidumbre inflacionaria y un posible sesgo al alza en la inflación. Otro miembro indicó que, a pesar de lo anterior, los mercados financieros no parecen asignarle una elevada probabilidad a que se presente un choque inflacionario adverso en ese país.

La mayoría de los miembros destacó que en su reunión de mayo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos

federales en un nivel de 1.5 a 1.75%, como era de anticiparse. Señaló que este Instituto Central reiteró su previsión de aumentos graduales para dicho rango objetivo. Apuntó que, dado el nivel de holgura en esa economía, y en un contexto de medidas de estímulo fiscal, cada vez parece más probable para los mercados y los analistas, la materialización del escenario de un aceleramiento en el ajuste de la política monetaria, pasando la expectativa de 3 a 4 ajustes para 2018 en su conjunto. En este contexto, un miembro sostuvo que la expectativa de que la inflación en ese país converja a su meta antes que en otras economías avanzadas ha derivado en una expectativa de trayectoria creciente para las tasas de interés en Estados Unidos mayor y más rápida que en otras economías avanzadas.

En relación con las demás economías avanzadas, un miembro sostuvo que en el primer trimestre de 2018 la eurozona presentó un crecimiento moderado del PIB, de 0.4%, y una tasa anual ajustada por estacionalidad de 1.7%, debido a una reducción en el dinamismo de la demanda, después de la fuerte recuperación observada en 2017. Otro indicó que, en adición a otros factores, lo anterior pudo haberse reflejado en una reciente debilidad de sus monedas respecto al dólar. Algunos señalaron que las expectativas de crecimiento para las economías de esta zona siguen indicando un mayor dinamismo para 2018 y 2019. En este contexto, uno añadió que se estima que el crecimiento de la zona del euro alcance 2.3% en 2018 y 2% en 2019. Otro mencionó que, si bien las estimaciones de inicios de este año para el crecimiento de la zona del euro y Japón para 2018 y 2019 fueron revisadas al alza, la información más reciente no es clara respecto a la solidez de su expansión económica. Algunos enfatizaron que los mercados laborales de las economías avanzadas muestran condiciones cíclicas estrechas. Uno de ellos agregó que, en este contexto, se ha observado un aumento moderado de los salarios, así como de la inflación y sus expectativas. Otro especificó que en el caso de la zona del euro aún no se ha agotado la holgura, en contraste con lo que ha pasado en Estados Unidos. Destacó que en el resto de las economías avanzadas la inflación aún se encuentra por debajo de las metas de sus bancos centrales, por lo que se ha mantenido una postura monetaria acomodaticia en estos países, la cual parece factible continúe al menos durante 2018. En este contexto, resaltó que en la zona del euro, la inflación a marzo de 2018 aún no llega a su nivel objetivo, mientras que la tasa de desempleo siguió cayendo. Notó que por ello, el Banco Central Europeo mantuvo su tasa de referencia sin cambios en su última decisión de política monetaria en abril, dejando prever que seguirá con el plan de finalizar la compra de activos en septiembre de 2018 y comenzará con la

normalización gradual de la tasa de referencia hasta el segundo semestre de 2019. Asimismo, mencionó que el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de referencia en 0.5%, a pesar de que la inflación disminuyó a 2.5% en marzo, su nivel más bajo en un año. Consideró que las negociaciones del Brexit constituyen un desafío adicional para que el Comité de Política Monetaria en ese país pueda acelerar su proceso de normalización en este año. Adicionalmente, señaló que el Banco de Japón seguirá manteniendo su postura de lasitud monetaria en los próximos meses y que modificó el plazo para alcanzar la meta de inflación de 2% para el año fiscal 2019.

Algunos miembros coincidieron en que las economías emergentes mostraron un crecimiento elevado durante el primer trimestre de este año. Uno de ellos destacó que China registró un crecimiento de 6.8% anual, impulsado principalmente por el consumo. Otro miembro indicó que, los mercados laborales de diversas economías emergentes también muestran condiciones cíclicas estrechas. Uno agregó que la inflación se mantiene cercana o incluso por debajo de la meta de los respectivos bancos centrales para este grupo de economías, con excepción de Turquía y Argentina. Resaltó el caso de Colombia, cuyo Banco Central continúa con el ciclo de relajación monetaria, al recortar recientemente la tasa de referencia en 25 puntos base. Destacó que, a pesar del buen desempeño de las economías emergentes, persisten riesgos, en particular para China, en términos del proceso de desapalancamiento en esa economía y de las crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos.

Todos los miembros señalaron que se han observado aumentos en las tasas de interés en Estados Unidos, especialmente en las de plazos cortos, así como un fortalecimiento generalizado del dólar. Uno mencionó que lo anterior fue resultado del mejor desempeño relativo de la economía de ese país frente a otras economías desarrolladas, así como de la convergencia de la inflación al objetivo de la Reserva Federal y de la expectativa de que continúe con la normalización de su política monetaria en el corto plazo. Otro agregó el incremento en las expectativas de inflación, una mayor incertidumbre inflacionaria e, inclusive, un posible sesgo al alza en la inflación, como factores que han dado lugar al incremento en las tasas de interés de Estados Unidos. Al respecto, detalló que, desde principios de septiembre de 2017 a la fecha, las tasas de interés de los bonos a 2 años se incrementaron en más de 120 puntos base, mientras que las tasas de los bonos a 10 años lo hicieron en más de 100 puntos base y rebasaron

3%. Uno puntualizó que dichas tasas alcanzaron los niveles más elevados desde 2008 en los nodos de dos años y desde 2014 en los de largo plazo. La mayoría coincidió en que el aumento en las tasas de interés de los valores gubernamentales de Estados Unidos ha propiciado episodios de volatilidad de los mercados financieros internacionales, menor apetito por riesgo y una salida de capitales de economías emergentes. Uno opinó que dicho ajuste en los mercados se dio de manera relativamente ordenada, si bien otro advirtió que la salida de capitales de economías emergentes podría agudizarse en el futuro. Además, algunos miembros notaron que se han revertido las ganancias en las valuaciones de los precios de los activos. En particular, uno de ellos ahondó en que en los últimos meses, también se revirtió la búsqueda de rendimientos en instrumentos de mayor riesgo, ante el ajuste en las perspectivas para la inflación y en las tasas de interés. Apuntó que lo anterior sucedió en un contexto en el que a lo largo de 2017 e inicios del presente año, los mercados accionarios habían registrado aumentos considerables y se había mantenido un entorno de búsqueda de rendimientos en respuesta a los recortes tributarios esperados y a la previsión de que el alza de las tasas de interés se daría con una amplia gradualidad. Algunos advirtieron que, bajo un contexto de menor búsqueda por rendimientos, los factores idiosincráticos de las diferentes economías emergentes podrían cobrar mayor relevancia en la determinación de precios en sus mercados. En particular, uno de ellos mencionó que el apretamiento en las condiciones financieras que posiblemente se observe en los próximos años afectaría de manera particular a aquellas economías que todavía presentan vulnerabilidades en sus fundamentos, tales como altos niveles de endeudamiento, sobre todo si este se encuentra denominado en moneda extranjera. Un miembro advirtió que, ante la ausencia de precedentes históricos, un alza más acelerada de lo previsto en el nivel de los salarios, la inflación y las tasas de interés de referencia de Estados Unidos, podría provocar fuertes tensiones financieras globales por una recomposición de los portafolios de los inversionistas extranjeros, en magnitudes no previsibles, destacando que esto afectaría los flujos de capital hacia economías emergentes como la mexicana.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que la información disponible sugiere que en el primer trimestre de 2018 la actividad económica en México continuó mostrando una reactivación, registrando incluso una tasa de crecimiento mayor a la observada en el trimestre previo. Uno puntualizó que esto se compara

favorablemente con la desaceleración en los primeros tres trimestres de 2017, y otro notó que esta fue la mayor tasa de crecimiento trimestral del PIB desde el periodo julio-septiembre de 2016. La mayoría añadió que las exportaciones siguieron presentando una trayectoria positiva, mientras que el consumo privado ha continuado expandiéndose, si bien a un menor ritmo, en tanto que se registró un repunte de la inversión. La mayoría destacó que esta última se vio impulsada por los esfuerzos de reconstrucción posteriores a los sismos de septiembre y por algunos proyectos de infraestructura pública. Algunos agregaron que la reciente recuperación del gasto en maquinaria y equipo nacional e importado también contribuyó al repunte de la inversión. La mayoría señaló que, por el lado de la actividad productiva, el crecimiento económico en el primer trimestre de 2018 fue reflejo del dinamismo de los servicios y de la recuperación de la actividad industrial, explicada principalmente por el mencionado repunte de la construcción y por la reactivación de las manufacturas. Respecto a una visión de más baja frecuencia, algunos miembros argumentaron que, en los últimos años, la economía nacional ha estado sujeta a una marcada incertidumbre y a una menor disponibilidad de recursos externos, lo cual ha propiciado una importante depreciación del tipo de cambio real. Así, opinaron que la demanda agregada se ha venido ajustando a este cambio de precios relativos y a un entorno de tasas de interés reales más elevadas. Uno de ellos añadió que ello ha dado lugar, en general, a un mayor dinamismo de la actividad exportadora, a cierta moderación en el consumo y a una debilidad en la inversión, si bien con la información más reciente, esta muestra cierto repunte.

Algunos integrantes mencionaron que las previsiones de crecimiento económico en México para todo 2018 y 2019 se mantienen estables. Algunos advirtieron que no se prevé que el mayor crecimiento observado durante el primer trimestre de 2018 se sostenga en los próximos meses. Al respecto, uno de ellos estimó que lo anterior se debe a que el repunte de algunos de los componentes de PIB parece obedecer a factores de naturaleza transitoria y a que tanto las cifras de inversión, como las de producción industrial, reflejan en parte el efecto de los esfuerzos de reconstrucción en respuesta al impacto de los sismos que afectaron al país en septiembre de 2017. Consideró que en periodos electorales previos se ha observado con frecuencia un fortalecimiento de la actividad económica en el primer semestre del año, que se revierte, al menos parcialmente, en la segunda mitad. Así, si bien sostuvo que, en principio, la expansión del PIB en el periodo de enero-marzo por encima de lo

anticipado permitiría ajustar las expectativas de crecimiento para el 2018 al alza, habrá que ver en qué medida el desvanecimiento de los efectos señalados incide más adelante en la trayectoria de la actividad económica.

La mayoría señaló que, si bien las cifras más recientes de actividad económica muestran un mayor dinamismo, se considera que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, dada la incertidumbre que aún prevalece en la economía. Uno puntualizó que en lo anterior influyen factores de riesgo tanto de naturaleza interna, como externa. Entre los riesgos a la baja, la mayoría mencionó la incertidumbre asociada a la renegociación del Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLCAN) y la volatilidad asociada al proceso electoral, añadiendo uno la volatilidad asociada al proceso post-electoral. Respecto al primer riesgo, un miembro advirtió sobre el posible impacto adverso que dicha incertidumbre tendría sobre la demanda agregada. Otro detalló que cada vez parece más probable que no se llegue a un acuerdo en la renegociación del TLCAN en los próximos días como se había anunciado, ni antes del proceso de las elecciones en México, por lo que la renegociación podría aplazarse incluso hasta el año entrante, apuntando que la extensión en el proceso podría implicar un comportamiento precautorio en el gasto y/o que se pospongan aún más los proyectos de inversión. En relación con el segundo riesgo, destacó que es difícil prever la magnitud y duración de estos episodios de volatilidad, pero estimó que un factor que podría acentuarla sería un diferencial reducido entre el ganador y el segundo lugar. Algunos consideraron como riesgos adicionales al crecimiento un apretamiento en las condiciones monetarias y financieras internacionales y un proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos más acelerado de lo previsto, o con cambios no anticipados. Algunos notaron que, ante este riesgo, la volatilidad de los mercados financieros internacionales podría aumentar, afectando el comportamiento de la actividad económica y los flujos de capital hacia economías emergentes, incluido México. Adicionalmente, un miembro agregó como riesgo la reforma tributaria aprobada por el Congreso estadounidense en diciembre del año pasado, explicando que esta podría afectar las decisiones de inversión del sector privado con repercusión sobre la base gravable y la actividad económica en nuestro país. Algunos miembros mencionaron como riesgo también la adopción de políticas proteccionistas, a lo que otro añadió las posibles afectaciones por la materialización de riesgos geopolíticos. Un miembro comentó la necesidad de que la Institución refine su análisis del balance de riesgos sobre la inflación y el

crecimiento. Opinó que ciertamente la probabilidad de ocurrencia de varios de ellos cambia notoriamente a través del tiempo, lo cual nunca se menciona, y que habría que distinguir la naturaleza de los riesgos en términos de su posible afectación, ya sea en el corto o en el mediano y largo plazos, sobre el crecimiento y la inflación. En este contexto, dicho miembro consideró que los riesgos para el crecimiento en el corto plazo se han reducido de manera importante, mientras que para el mediano y largo plazos ello no ha sido el caso.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la mayoría de los integrantes destacó que las condiciones de holgura se mantuvieron estrechas, especialmente en el mercado laboral. Al respecto, un miembro notó que las estimaciones estadísticas sugieren que la tasa de desempleo se encuentra significativamente por debajo de su nivel de largo plazo. No obstante, señaló que existe la posibilidad de que lo anterior no refleje con precisión las condiciones en el mercado laboral, especialmente tomando en cuenta que no se observan presiones salariales excesivas ni tampoco las que se esperarían bajo esas circunstancias por el lado de la demanda. Agregó que el estado del mercado laboral parece más compatible con las estimaciones de la brecha del producto, que la sitúan en niveles cercanos a cero, y sostuvo que la trayectoria reciente de tres de los cuatro grupos de indicadores utilizados por el Banco de México para estimar índices mensuales de holgura, también apoya esta conclusión. Otro indicó que, en el margen, los indicadores de la posición cíclica de la economía muestran que la estrechez se ha venido relajando moderadamente, y advirtió que los indicadores de holgura del mercado laboral tienen que interpretarse con cautela porque por lo general reaccionan de manera rezagada a las condiciones cíclicas. Consideró, sin embargo, que el relajamiento de las condiciones cíclicas no se observaba hace algunos meses y que la comunicación del Instituto Central anteriormente no fue del todo clara y oportuna al respecto. Ahondó, por otra parte, en que puede ser congruente observar presiones sobre los salarios nominales provenientes de las condiciones cíclicas de la economía al tiempo que se dé una caída en los salarios reales, dada la depreciación del tipo de cambio real, lo que conduciría a una velocidad de ajuste de la inflación hacia la meta más lenta si la política monetaria no estuviera actuando efectivamente. Argumentó en este sentido, que, si las condiciones cíclicas hubieran sido menos estrechas, la inflación hubiera descendido de una manera muy rápida ante la postura monetaria adoptada. Comentó, asimismo, que una amplia gama de indicadores del mercado laboral sugiere que no existe holgura en tal mercado. Finalmente,

para este miembro la estrechez de las condiciones cíclicas de la economía en los últimos años ha sido un determinante fundamental de los ajustes que se han llevado a cabo en la tasa de referencia de la política monetaria. Resaltó, asimismo, que recientemente el Banco de México actuó de forma oportuna al dar a conocer los indicadores que ha generado para tener una mejor lectura del ciclo económico, y destacó la necesidad de aprovechar la publicación de estos indicadores para mejorar la comunicación respecto a la holgura, como se ha venido haciendo. En este contexto, un integrante apuntó que es necesario evaluar de manera precisa las condiciones del mercado laboral, a fin de poder identificar cabalmente su papel en la formación de precios.

Todos los miembros destacaron que en los primeros cuatro meses de 2018 la inflación general anual continuó disminuyendo, agregando la mayoría que la reducción de la inflación observada es congruente con la previsión que este Instituto Central dio a conocer en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. Algunos consideraron que la disminución ha sido inclusive un poco más acentuada de lo previsto, y detallaron que esta pasó de 6.77% en diciembre a 4.55% en abril. Uno indicó que, si bien el comportamiento de la inflación general ha sido apoyado por disminuciones transitorias en los precios de algunos rubros, el porcentaje de genéricos en la canasta del INPC con incrementos mensuales anualizados menores o iguales a 3% ha continuado incrementándose, y en abril alcanzó el 50% del total de rubros. Otro sostuvo que es prematuro aseverar que el proceso de disminución de la inflación de este año ya está consolidado. Respecto de la inflación subyacente, algunos destacaron que de diciembre a abril esta se redujo de 4.87 a 3.71%. La mayoría coincidió en que dicha disminución se ha dado como resultado de las acciones de política monetaria y del desvanecimiento de los choques que afectaron a la inflación el año pasado. Un miembro destacó que la inflación subyacente ha llegado a niveles inferiores al límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta del Instituto Central. Agregó que la inflación subyacente fundamental, una variable que refleja mejor la evolución del ciclo económico, ha continuado cayendo y registra cifras menores a las de la inflación subyacente. Con respecto a la inflación no subyacente, algunos miembros subrayaron que esta disminuyó de 12.62 a 7.07% de diciembre a abril. La mayoría señaló que lo anterior fue derivado, en buena medida, de reducciones en los precios de las frutas y verduras y del gas L.P. Otro sostuvo que este componente aún se encuentra en niveles elevados y que ha registrado algunas presiones adicionales,

especialmente derivadas de los precios de las gasolinas.

Todos los miembros coincidieron en que las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 mostraron ligeros movimientos a la baja, mientras que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables. Algunos detallaron que las del cierre de 2018 disminuyeron de 4.09 a 3.98% de marzo a abril. Un miembro señaló que el anclaje de las expectativas de mediano y largo plazos reafirma que las acciones de política monetaria han permitido evitar efectos de segundo orden derivados de los distintos choques que han incidido sobre los precios. Señaló, no obstante lo anterior, que las expectativas de inflación en todos los plazos superan las proyecciones del Banco de México. En este sentido, la mayoría destacó que las expectativas de largo plazo se mantienen por encima de la meta, en un nivel alrededor de 3.5%. Uno subrayó que las expectativas de inflación de largo plazo en los últimos años han fluctuado en no más de 20 puntos base en torno al 3.5%, incluso cuando la inflación registrada fue inferior al objetivo, como en 2015, o mayor a este, como en 2017. Señaló que pueden haber varias causas acerca de lo anterior, si bien el Banco de México ha tratado de fortalecer de manera significativa su compromiso con la meta de inflación a través de una mayor transparencia y rendición de cuentas. En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado, uno mencionó que estas se mantuvieron sin cambios por tercer mes consecutivo, mientras que otro sostuvo que los diferenciales entre rendimientos nominales y reales siguen sugiriendo riesgos al alza para la inflación en el largo plazo.

La mayoría coincidió en que hacia adelante, y tomando en cuenta la postura monetaria actual, la inflación seguirá en línea con los pronósticos dados a conocer en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Un miembro sostuvo que los pronósticos al cierre de 2018 tanto para la inflación general, como para la subyacente, se ajustaron ligeramente a la baja, mientras que las previsiones para la inflación no subyacente aumentaron debido a un ajuste en la previsión de los precios de los energéticos. Otro recalcó que los pronósticos para horizontes mayores a un año se mantienen en línea con la trayectoria convergente de la inflación a su meta. La mayoría reconoció que el escenario base supone un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y que la inflación no subyacente continúe disminuyendo en lo que resta de 2018 al ritmo previsto. Un integrante destacó que persisten factores de riesgo que podrían afectar a la inflación y retrasar la trayectoria de desinflación prevista, así

como la convergencia hacia la meta. Otro consideró que dicha convergencia se daría en el primer semestre de 2019.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos para la inflación respecto a la trayectoria esperada mantiene un sesgo al alza, en un entorno con un alto grado de incertidumbre. Algunos señalaron que dicho sesgo se da en virtud de que diversos factores pueden afectar el cumplimiento de los supuestos detrás de la previsión de la inflación antes mencionados. Uno opinó que este balance no muestra un deterioro con respecto al de la decisión anterior, mientras que otro sostuvo que persisten riesgos e incertidumbre en el corto plazo que parecen haberse incrementado respecto al escenario previsto en la última reunión de política monetaria. Entre los principales riesgos al alza, la mayoría destacó que la cotización de la moneda nacional continúe presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y la fortaleza del dólar, como a la incertidumbre asociada al proceso de negociación del TLCAN y al proceso electoral del presente año, añadiendo uno también la incertidumbre relacionada con el proceso post-electoral. Respecto a la renegociación del TLCAN, algunos apuntaron el riesgo de que esta se prolongue por un periodo importante, a lo que uno de ellos añadió el riesgo adicional de que el resultado de esta sea adverso. Expuso como otros riesgos los geopolíticos, aunque sostuvo que los mercados no parecen atribuirle una gran probabilidad de que se materialicen, a pesar de su cobertura en la prensa. Asimismo, recalcó el riesgo de un choque inflacionario adverso en Estados Unidos, así como el importante riesgo para la inversión y las finanzas públicas mexicanas que representa la reforma fiscal en dicho país. También señaló como un riesgo para la inflación la debilidad estructural de las finanzas públicas. Destacó también que la productividad factorial total en México se ha mantenido estancada durante varios años. Argumentó que si esto continúa, o si la productividad incluso muestra decrementos, los efectos de choques adversos —externos o internos— sobre el nivel de precios y, por lo tanto, sobre la inflación, serían mayores y se darían de manera más rápida. Resaltó que este es un riesgo presente en el corto y mediano plazos, y que puede perdurar por mucho tiempo, de no atenderse los diferentes factores que afectan a la productividad. Sostuvo que un reflejo del problema anterior es la aparente poca asociación que se registra en los crecimientos de la actividad agregada y del empleo en nuestro país. Aseveró que, en efecto, en los últimos años, el crecimiento del empleo ha sido superior al de la actividad productiva, lo que sugeriría que los empleos que vienen generándose muestran, en promedio, bajos niveles de

productividad. Por otro lado, agregó el riesgo derivado del hecho de que las expectativas de inflación se encuentran ancladas en 3.5%, por encima de la meta del Banco de México. Afirmó que la continua presencia de diversos riesgos y el hecho de que puedan ocurrir de manera simultánea, podrían afectar considerablemente el ritmo de crecimiento de los precios. Aclaró que el balance de riesgos que describió contempla solamente aquellos riesgos de alta frecuencia, relacionados con el ciclo, si bien notó que también existen otros de baja frecuencia o estructurales. Concluyó que es importante: i) especificar cuáles son riesgos temporales y cuáles posiblemente den lugar a choques permanentes, ii) identificar su naturaleza nominal o real, o si son internos o externos, y iii) mencionar cómo han venido evolucionado dichos choques. Por su parte, un miembro sostuvo que no pueden descartarse alzas repentinas de la inflación no subyacente, en virtud de la volatilidad que muestra generalmente la mayoría de sus componentes. Al respecto, otro señaló, entre estos riesgos, la posibilidad de enfrentar choques en los precios de los bienes agropecuarios y presiones al alza en los precios de algunos energéticos. También expuso el riesgo de que para 2019, derivado del cambio de administración, se podrían observar modificaciones en la política de determinación de tarifas autorizadas por el gobierno. Adicionalmente, la mayoría notó que considerando las condiciones cíclicas de la economía, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación, a lo que uno agregó el riesgo de presiones de demanda. En cuanto a los riesgos a la baja, algunos destacaron una posible apreciación de la moneda nacional en caso de un resultado favorable en las negociaciones del TLCAN.

Respecto a los mercados financieros nacionales, la mayoría apuntó que desde la última decisión de política monetaria el peso registró una depreciación considerable y un aumento en su volatilidad, al igual que la cotización de la mayoría de las divisas de las economías emergentes. Recalcó que lo anterior fue consecuencia del fortalecimiento generalizado del dólar, así como de factores de índole interno, como la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN y al proceso electoral del país. Uno aclaró que estos últimos dos factores llevaron a que el peso mexicano se ubicara entre las divisas de economías emergentes más depreciadas en el periodo, siendo, entre ellos, la evolución de las renegociaciones del TLCAN el que más afectó la cotización de la moneda nacional. Otro miembro resaltó que el incremento en la volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio ha sido particularmente notoria en los nodos con vencimientos posteriores a las elecciones,



añadiendo que este comportamiento está relacionado con una menor expectativa de que se llegue a un acuerdo del TLCAN en fechas próximas y con la incertidumbre asociada al proceso electoral en nuestro país, el cual cada vez cobra más relevancia conforme se acerca la fecha de los comicios. Algunos señalaron que en este entorno las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron un ligero deterioro, detallando uno de ellos que se registraron mayores diferenciales de compra-venta y una menor profundidad, si bien otro agregó que estas condiciones se han mantenido ordenadas. Respecto a las tasas de interés en México, uno mencionó que estas presentaron incrementos a lo largo de la curva de rendimientos, al ser afectadas por los mismos factores que la cotización de la moneda nacional, destacando que dichos aumentos fueron de mayor magnitud que en Estados Unidos. Por otra parte, otro notó que se ha observado una recomposición en el portafolio de inversionistas extranjeros en valores gubernamentales, los cuales han aumentado su posición en los instrumentos de mediano y largo plazos y han disminuido su exposición en los que tienen un vencimiento menor a tres años. En relación con la evolución de los mercados financieros domésticos hacia adelante, uno indicó que estos, y en particular la cotización del peso mexicano, se podrían ver afectados por los riesgos ya mencionados. En este contexto, otro expuso que las expectativas del tipo de cambio, con base en la encuesta que realiza el Banco de México, se mantienen con pocos cambios desde la última decisión de política monetaria, ubicándose en promedio en 18.60 y 18.28 pesos por dólar para el cierre de 2018 y 2019, respectivamente. Opinó que esto podría indicar que, si bien el mercado reconoce cierto grado de volatilidad alrededor de las elecciones, supone que, en el mediano y largo plazos, el tipo de cambio regresaría a los niveles de principios de 2018, lo que implícitamente indica la expectativa de que se mantendrán las condiciones macroeconómicas prevalecientes. Un miembro profundizó en los riesgos tanto externos como internos que enfrentan los mercados financieros. Respecto a aquellos asociados al entorno externo, consideró que los mercados no parecen asignarle una probabilidad elevada a la ocurrencia de un choque inflacionario adverso en Estados Unidos ni a la materialización de los riesgos geopolíticos antes mencionados. En cuanto a los riesgos internos, opinó que los mercados están incorporando una probabilidad elevada de que la renegociación del TLCAN se prolongue o que resulte adversa, mientras que no parecen incorporar plenamente el riesgo de mayor volatilidad asociada al proceso electoral. Apuntó que, si bien las autoridades económicas y los

mercados tienen objetivos distintos y en consecuencia evalúan los riesgos y sus implicaciones de diferente manera, es importante para la toma de decisiones de la autoridad monetaria considerar cómo están evaluando los mercados los distintos riesgos y cómo ello se ve reflejado en el comportamiento del precio de los activos.

Algunos miembros señalaron que es importante destacar que en los últimos años, la economía nacional ha estado sujeta a una marcada incertidumbre y a una menor disponibilidad de recursos externos, que han propiciado una importante depreciación del tipo de cambio real y un aumento de las tasas de interés reales. Uno de ellos agregó que la respuesta de política monetaria, luego del choque de financiamiento que recibió la economía en los últimos años, contribuyó a una importante corrección hacia un menor déficit de la cuenta corriente. Otro afirmó que la postura de política monetaria adoptada para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, aunada al cumplimiento de las metas fiscales y la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar posibles escenarios adversos. Uno notó que hacia adelante, se prevé que la economía seguirá transitando por un panorama complejo, tanto en el ámbito externo como interno, lo que hace particularmente relevante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Asimismo, subrayó la importancia de consolidar la resiliencia y profundizar los avances en el sistema financiero mexicano. Enfatizó que lo anterior es necesario para reducir la probabilidad de posibles recomposiciones abruptas en los portafolios de inversión e, inclusive, de salidas de capital. Otro resaltó que es indispensable considerar que existe la posibilidad de que se siga enfrentando una etapa de elevada incertidumbre por un lapso considerable, y que incluso en un escenario en el que algunos de los retos actuales desaparezcan, otros, como el apretamiento de las condiciones financieras externas, probablemente se mantengan por un período prolongado. Recalcó que en este entorno, el ámbito de acción requerido va mucho más allá de la política monetaria, y que la magnitud de los retos que enfrenta el país subraya la necesidad de respuestas de política económica oportunas y adecuadas, fortaleciendo las condiciones fundamentales de la economía. Mencionó que, si bien es cierto que algunas fuentes de incertidumbre están fuera del control de las autoridades, existen otras que no lo están, por lo

que en ese sentido, una vez finalizado el proceso electoral, será importante contar a la brevedad con los detalles de las acciones que el gobierno entrante pretenda implementar en materia económica, particularmente respecto del manejo de las finanzas públicas. Uno argumentó que, independientemente de quién resulte ser el ganador en la contienda electoral, comienza a generarse la percepción de que las finanzas públicas y la postura fiscal en general, pudieran sufrir un debilitamiento, ello dado que el ganador de los comicios tendrá que cumplir con diversas acciones y políticas públicas comprometidas en su campaña. Señaló que, como es bien sabido, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público, en términos brutos, mostró un fuerte incremento en los últimos años, con excepción del pasado, hasta alcanzar niveles superiores al 50% del producto. Consideró que esto es un riesgo muy importante ante la debilidad estructural que muestran las finanzas públicas y que los efectos adversos que pudiera tener se verían magnificados si la calificación del riesgo soberano de México sufriera un deterioro como consecuencia de dicha eventualidad. Agregó que este riesgo podría considerarse de corto, mediano y largo plazo. Algunos mencionaron como un riesgo adicional para las finanzas públicas mexicanas, los efectos que pudiera tener la reforma tributaria en Estados Unidos aprobada el año pasado.

Entre los elementos de incertidumbre que la economía mexicana seguirá enfrentando, uno destacó el entorno sociopolítico adverso en el país, mencionando que el proceso electoral que tendrá lugar en el mes de julio, además de la exacerbada polarización que genera, impone, por el número de procesos y complejidad de los mismos, un reto institucional sin precedentes históricos para las autoridades electorales y jurisdiccionales que habrán de calificar las elecciones. Añadió que esta situación, por sí misma compleja, se da en un ambiente de debilidad institucional en el que el Estado mismo, en particular en algunas regiones del territorio nacional, es vulnerable frente a diversos grupos delictivos. Citando como ejemplos de ello el número creciente de trenes cargados de mercancías que son atacados cotidianamente, el incremento de tomas clandestinas de combustibles, así como las cifras dadas a conocer por el Instituto Nacional Electoral, que refieren la renuncia de candidatos a cargos de elección popular para salvaguardar su integridad física y, en casos más dramáticos, pero no escasos, los homicidios de candidatos que se han presentado durante esta campaña. Adicionalmente, subrayó que a la incertidumbre temporal que es propia de todo proceso electoral y, que en sí misma supone un ambiente desfavorable para la actividad

económica, se suma una que ni siquiera se relaciona con el resultado electoral, ya que se trata de un aspecto más profundo que no se encuentra limitado en el tiempo, y que tiene que ver con la eficacia normativa mínima indispensable para el desarrollo económico o de cualquier otra índole. Agregó que es precisamente esa misma eficacia a la que ataca de manera directa la corrupción, pues el objetivo de esta última no es otro que la ineficacia de las normas. En este contexto, otro miembro subrayó que un factor determinante de la falta de crecimiento de la productividad factorial total del país es la falta de Estado de Derecho. Recalcó que, para mejorarlo, debería de atacarse la corrupción y la impunidad, ya que estas son, en muchos casos, las mayores amenazas a los derechos de propiedad necesarios para un proceso de inversión dinámico. Por ello, comentó que si bien los canales que habría que atender para incrementar la inversión y la productividad en la economía son varios y diversos, es fundamental respetar y tener claridad respecto de los derechos de propiedad.

Todos los integrantes de la Junta coincidieron en que la trayectoria a la baja que ha registrado la inflación ha sido resultado, en buena medida, de las acciones de política monetaria que ha adoptado este Instituto Central. En este sentido, un integrante resaltó que estas acciones han permitido evitar efectos de segundo orden de los choques que han incidido sobre algunos precios. Otro enfatizó que la adopción de una política monetaria restrictiva y firme en México ha contribuido a un ajuste ordenado en la curva de rendimientos, en el mercado cambiario y en los demás mercados financieros en el país. Así, todos señalaron que la postura de política monetaria actual es congruente con una tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta. Mencionaron que la política monetaria se ha venido implementando en un entorno adverso e incierto, y que diversos factores de riesgo internos y externos aún prevalecen, por lo que será necesario continuar implementando una política monetaria prudente. Asimismo, indicaron que la economía mexicana podría verse afectada por algunos choques que generen presiones inflacionarias adicionales en los próximos meses, los cuales deberán ser monitoreados y evaluados. Uno subrayó que se deben considerar los efectos que estos choques pudieran tener sobre la trayectoria de desinflación esperada en el horizonte en el que opera la política monetaria. Algunos alertaron que existe la posibilidad de que estos choques se materialicen de manera simultánea, recalando uno que posiblemente la covarianza entre diversos choques es positiva. Uno de estos miembros notó que desde hace varios meses la política monetaria se ha implementado en condiciones de incertidumbre por

encima de lo normal, y que esta no se ha disipado conforme se han acercado fechas clave para algunos factores de riesgo, e incluso señaló que ciertos riesgos ya han comenzado a materializarse. Apuntó que los acontecimientos registrados en las últimas semanas son una muestra de algunos de los retos que podría enfrentar la política monetaria en los próximos meses, y enfatizó que es de esperarse que algunos riesgos se agudicen conforme se aproximen otras fechas relevantes. Añadió que las implicaciones para la política monetaria ante un entorno tan complejo son claras: esta debe mantenerse enfocada en lograr la convergencia de la inflación a la meta, haciendo frente de manera decidida a cualquier choque que surja y preservando la credibilidad del Banco Central mediante un enfoque que privilegie la prudencia, sin descuidar las implicaciones para la actividad económica. Ello, sostuvo, podría implicar nuevos ajustes al alza de la tasa de interés de referencia, inclusive en el futuro cercano. Un miembro destacó que es importante que la postura monetaria siga contribuyendo a que los mercados financieros nacionales, incluyendo el cambiario, se ajusten con orden ante un entorno especialmente incierto. Agregó que en caso de que la economía enfrente un escenario adverso que requiera un ajuste del tipo de cambio real, se deberá evitar que este ajuste afecte las expectativas de inflación de mediano y largo plazos y que se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. Finalmente, todos enfatizaron que es importante que la política monetaria siga contribuyendo a la convergencia de la inflación a su meta y a fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. Con la información más reciente acerca de los elementos anteriores, y tomando en cuenta que la postura de política monetaria actual es congruente con la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta, 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%.

Hacia adelante, 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 y a la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, de ser necesario la política monetaria actuará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3% y fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

### 4. VOTACIÓN

**Miembros votantes a favor de la decisión:** Alejandro Díaz de León Carrillo, Roberto Del Cueto Legaspi, Irene Espinosa Cantellano, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Manuel Ramos Francia votaron a favor de mantener el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.50%.

## ANEXO

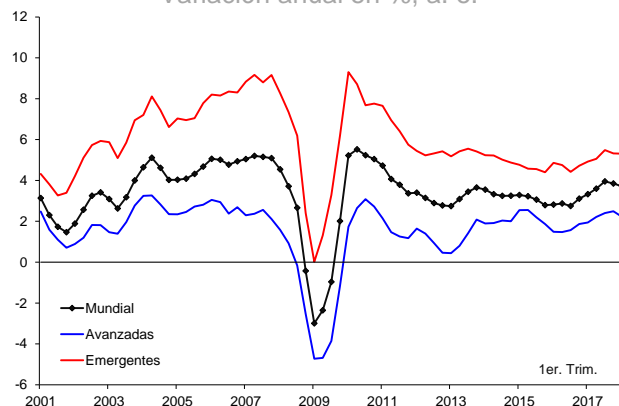
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

En el primer trimestre de 2018, la economía mundial continuó expandiéndose de manera generalizada, si bien a un ritmo más moderado que en el último trimestre de 2017 (Gráfica 1). El escenario para 2018 y 2019 sigue siendo de una recuperación de la actividad económica mundial, apoyada por una mejoría en los mercados laborales, una elevada confianza de los agentes económicos y los efectos de un mayor estímulo fiscal en algunas de las principales economías avanzadas. No obstante, en el mediano y largo plazos, la incertidumbre y los riesgos para el crecimiento mundial y la estabilidad financiera se han incrementado. Entre estos destacan la posibilidad de una restricción repentina de las condiciones financieras globales en el caso de que se observe una normalización de la política monetaria en países avanzados más rápida de lo anticipado, la adopción de medidas proteccionistas, tanto en el comercio, como en la inversión, o la materialización de algunos eventos geopolíticos. Esta percepción de mayores riesgos se ha reflejado en las últimas semanas en un incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, afectando de forma particular a aquellas economías emergentes que tienen mayores desbalances macroeconómicos.

**Gráfica 1**  
**Crecimiento del PIB Mundial**  
Variación anual en %, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

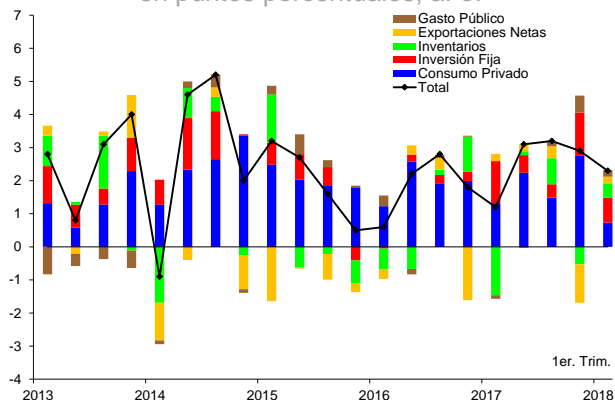
Nota: El cálculo del PIB para el 1T 2018 incluye estimados para algunos países. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 84.6% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos, la actividad económica se expandió 2.3% a tasa anualizada en el primer trimestre del 2018, después de crecer 2.9% en el trimestre previo. El menor crecimiento de la economía se debió en buena medida a la desaceleración del gasto en consumo privado, lo cual reflejó, en parte, el retraso en la devolución de impuestos asociado a la reforma tributaria. Por su parte, la inversión fija no residencial aumentó a un ritmo sólido, apoyada por el repunte de la inversión en estructuras, el cual contrarrestó la desaceleración de la inversión en equipo (Gráfica 2). Cabe destacar que la confianza de los consumidores y los negocios permanece en niveles elevados y se espera que la actividad económica crezca a un ritmo sólido en los próximos trimestres.

**Gráfica 2**  
**EUA: PIB Real y Componentes**

Variación trimestral anualizada en % y contribución en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

La producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.7% a tasa mensual en abril. Dicha expansión obedeció a la continua recuperación del suministro de electricidad y gas, luego de que las condiciones climáticas se normalizaran tras las temperaturas inusualmente cálidas que se registraron a principios de año y que contribuyeron a una menor demanda por calefacción, así como por la continua fortaleza de la actividad minera relacionada con la extracción de petróleo y gas. Adicionalmente, las manufacturas se expandieron significativamente en ese mes, debido, en buena medida, a la fuerte expansión de la producción de equipo, lo que sugiere que la desaceleración de la inversión en este rubro en el primer trimestre del año pudo haber sido temporal.

En Estados Unidos, la mayoría de los indicadores del mercado laboral sugieren que se ha reducido significativamente la holgura. En efecto, la nómina no agrícola aumentó en 200 mil plazas mensuales en promedio durante los primeros cuatro meses del año, cifra superior a los 177 mil empleos creados mensualmente en promedio durante el mismo periodo del año previo. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó a 3.9%, su menor nivel desde abril de 2000, mientras que otros indicadores, tales como la dificultad para cubrir plazas laborales y las tasas de contrataciones y renuncias, se ubicaron en niveles previos a la crisis. En este contexto, el ritmo de crecimiento de los salarios registró un aumento.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó significativamente, al pasar de una tasa de expansión de 2.7% anualizado en el cuarto trimestre a una de 1.7% en el primero de 2018. Lo anterior se debió a factores temporales, destacando las condiciones climáticas adversas y el estallido de huelgas laborales, así como, posiblemente, a una moderación de la demanda. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo en 8.5% en marzo, su nivel más bajo desde enero de 2009, mientras que los salarios crecieron a un mayor ritmo. Se espera que la actividad se recupere en el segundo trimestre, apoyada por la elevada confianza de los hogares y de los negocios, así como por las condiciones crediticias aún acomodaticias.

En el Reino Unido, la actividad económica registró un menor ritmo de expansión en el primer trimestre del año, en comparación con el cuarto trimestre de 2017. Dicha moderación se debió parcialmente al paso de las tormentas invernales, reflejándose en un crecimiento modesto de la actividad manufacturera y una contracción de la construcción, lo que contrarrestó el buen desempeño de la actividad minera y de la generación y distribución de energía. Los índices de gerentes de compras sugieren que la debilidad de dicha economía podría extenderse hacia el segundo trimestre del año.

En Japón, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica se debilitó durante el primer trimestre ante la presencia de factores transitorios relacionados con el clima y con la temporalidad del año nuevo lunar. En particular, los indicadores disponibles apuntan hacia un menor dinamismo del consumo y la inversión residencial. No obstante, los índices de gerentes de compras sugieren un repunte en el segundo trimestre.

Las economías emergentes siguieron recuperándose durante el primer trimestre del año y los indicadores prospectivos sugieren que esta tendencia se mantendrá durante el resto del año. No obstante, si bien las economías exportadoras de materias primas podrían continuar beneficiándose de los mayores precios de estos productos, los países con elevados niveles de endeudamiento y requerimientos significativos de financiamiento externo pudieran verse afectados por la mayor volatilidad de las condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, se prevé una

moderación del ritmo de expansión en la región asiática como resultado de las políticas impulsadas en China para garantizar un crecimiento más sostenido. No obstante, los indicadores de demanda interna y externa en ese país reflejaron un dinamismo mayor al anticipado al inicio del año, aunque las crecientes tensiones económicas con Estados Unidos y su elevado nivel de endeudamiento pudieran limitar sus perspectivas de crecimiento para los próximos años.

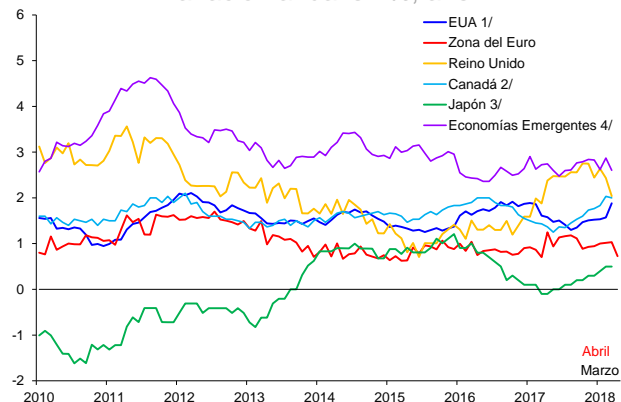
Los precios internacionales de las materias primas se incrementaron en las últimas semanas, apoyados tanto por la fortaleza de la demanda de materias primas, como por distintos factores de oferta. Así, el precio del petróleo continuó aumentando ante la disminución de la producción en Venezuela y el riesgo de que se impongan restricciones a las exportaciones de crudo provenientes de Irán y el mayor riesgo de un escalamiento bélico en la región ante la reciente salida de Estados Unidos del acuerdo nuclear. Por su parte, los precios de los granos repuntaron como reflejo de las condiciones climatológicas adversas que han prevalecido en Estados Unidos. Finalmente, los precios de los metales industriales mostraron cierta volatilidad ante los cambios en las tarifas impuestas por parte de Estados Unidos a compañías productoras de aluminio y acero.

### A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

El crecimiento de la actividad económica en economías avanzadas se ha empezado a reflejar en varias de ellas en una menor holgura en sus mercados laborales y en un aumento gradual de los salarios y la inflación (Gráfica 3). En Estados Unidos, el crecimiento del deflactor del gasto en consumo personal alcanzó el objetivo de la Reserva Federal, al ubicarse en 2% anual en marzo. Mientras tanto, en Japón y en la zona del euro la inflación se ha mantenido por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, si bien se prevé que esta continúe avanzando gradualmente hacia su meta en ambas economías.

En las economías emergentes, las presiones inflacionarias se moderaron recientemente. Así, en la mayoría de los casos la inflación se mantiene cerca de la meta de sus bancos centrales. No obstante, en economías como Argentina, Filipinas, Turquía, Ucrania, entre otras, esta siguió ubicándose por encima de su meta como resultado de factores idiosincrásicos.

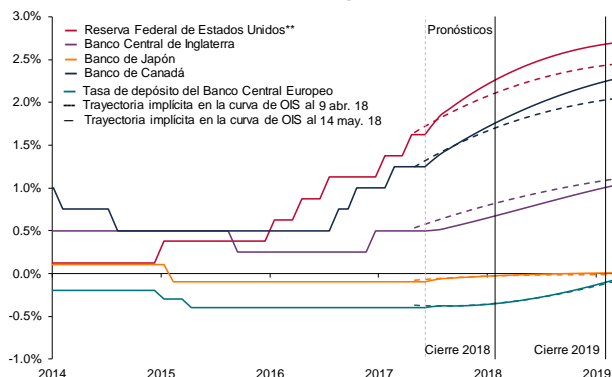
**Gráfica 3**  
**Inflación Subyacente**  
Variación anual en %, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Corresponde al deflactor del gasto en consumo.  
2/ Promedio de los tres indicadores de inflación subyacente preferidos por el Banco de Canadá.  
3/ Se refiere al indicador subyacente preferido por el Banco de Japón y excluye el efecto del impuesto al consumo.  
4/ Promedio de 18 economías emergentes, ponderado por su peso en la economía global ajustado por paridad de poder de compra.  
Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

En este entorno, se prevé que los bancos centrales de las principales economías desarrolladas continúen avanzando gradualmente en su proceso hacia una postura monetaria más neutral, si bien se anticipa una mayor divergencia en la velocidad en la que dichas instituciones podrían ajustar su política monetaria (Gráfica 4). En las economías emergentes el escenario ha sido más heterogéneo: mientras que muchas economías mantuvieron una retórica acomodaticia en sus últimos comunicados de política monetaria, otras, como Turquía y Argentina, elevaron sus tasas de interés de referencia para hacer frente a una mayor inestabilidad financiera.

**Gráfica 4**  
**Tasas de referencia y trayectorias implícitas en**  
**las curvas OIS\***  
 Porcentaje



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

\*\*Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (1.50% - 1.75%).

Fuente: Bloomberg.

Como se esperaba, en su reunión de mayo la Reserva Federal mantuvo su tasa de fondos federales en un rango de entre 1.5 y 1.75 puntos porcentuales. En su último comunicado, dicha Institución indicó que la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo moderado y que el mercado laboral siguió fortaleciéndose. Asimismo, destacó que tanto la inflación general como la subyacente se acercaron a su objetivo simétrico de 2%, anticipando que la inflación general se mantendrá alrededor de ese nivel en el mediano plazo. En este contexto, las expectativas que se extraen de los futuros de la tasa de fondos federales incorporan un incremento de 25 puntos base en la tasa objetivo en el mes de junio y un aumento adicional de la misma magnitud hacia finales de año. En cambio, los analistas del sector privado consideran que la normalización de la política monetaria podría llevarse a un ritmo más acelerado, toda vez que anticipan tres incrementos adicionales de 25 puntos base antes de finalizar 2018.

En su reunión de abril, el Banco de Canadá mantuvo su tasa de referencia sin cambio en 1.25%. Dicha institución señaló que espera que la economía crezca por encima de su potencial y que la inflación se ubique alrededor de su objetivo de 2% en su horizonte de pronóstico, a pesar de la incertidumbre que prevalece sobre las políticas comerciales de sus principales socios. Así, se anticipa que el Banco de Canadá apriete sus

condiciones monetarias, de tal forma que su tasa objetivo se ubique en 1.75% a finales de año.

En su reunión de abril, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su postura de política monetaria, reiterando que las tasas de interés de referencia se mantendrían sin cambio más allá de la finalización de su programa de compra de activos, el cual continuará al menos hasta septiembre. Dicha Institución señaló que la moderación de la actividad económica en el primer trimestre del año podría obedecer a factores temporales. Además, indicó que, si bien los riesgos están balanceados, han aumentado los provenientes del exterior, en particular los relativos a la implementación de políticas proteccionistas. En este entorno, las expectativas para la política monetaria mostraron pocos cambios. Así, se sigue esperando que el Banco Central Europeo finalice su programa de compra activos a finales de este año y que comience con la normalización gradual de la tasa de referencia a mediados de 2019.

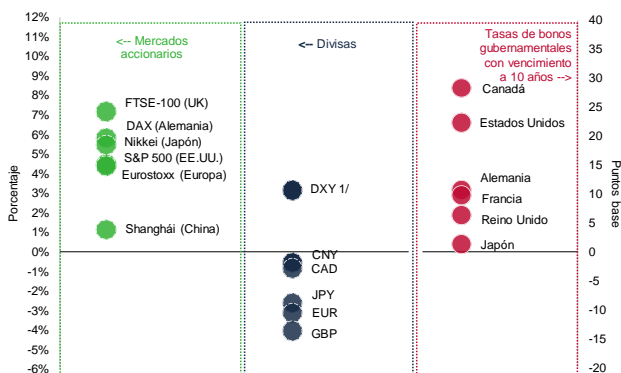
El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en su reunión de mayo. Esta decisión fue dividida, toda vez que dos miembros del Comité de Política Monetaria consideraron necesario un aumento de 25 puntos base en su tasa de interés para alcanzar su objetivo inflacionario. No obstante, dicha Institución prevé que la inflación alcanzará su objetivo antes de lo previamente anticipado, como resultado de un desvanecimiento más rápido de lo esperado de los efectos en precios de la debilidad de la libra esterlina. En este contexto, la mayoría de sus miembros calificaron como bajo el costo de esperar hasta contar con más información para evaluar si la reciente debilidad de la actividad económica es transitoria antes de continuar con su proceso de alzas de tasas. En este sentido, los instrumentos de mercado incorporan únicamente un aumento en la tasa de referencia de 25 puntos base en la segunda mitad de este año.

En su reunión de abril, el Banco de Japón mantuvo sin modificaciones su tasa de depósito de corto plazo, su objetivo de la tasa de bonos gubernamentales de largo plazo y el monto de su programa de compra de activos. En su reporte trimestral de perspectivas económicas, dicha Institución elevó marginalmente sus pronósticos de crecimiento e inflación y eliminó la oración que señalaba que esta última alcanzaría su meta en 2019.

El mejor desempeño relativo de la economía estadounidense y la consecuente divergencia entre las expectativas sobre el ritmo de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal respecto a otros bancos centrales contribuyó a un fortalecimiento del dólar frente al resto de las divisas y a un incremento de las tasas de interés de bonos del Tesoro de Estados Unidos, las cuales alcanzaron los niveles más elevados desde 2008 en el nodo de 2 años y desde 2014 en los de largo plazo. Por su parte, los mercados accionarios de la mayoría de las economías avanzadas revirtieron parcialmente las pérdidas observadas a principios de año, apoyados por reportes corporativos que reflejaron utilidades superiores a las expectativas de los analistas (Gráfica 5).

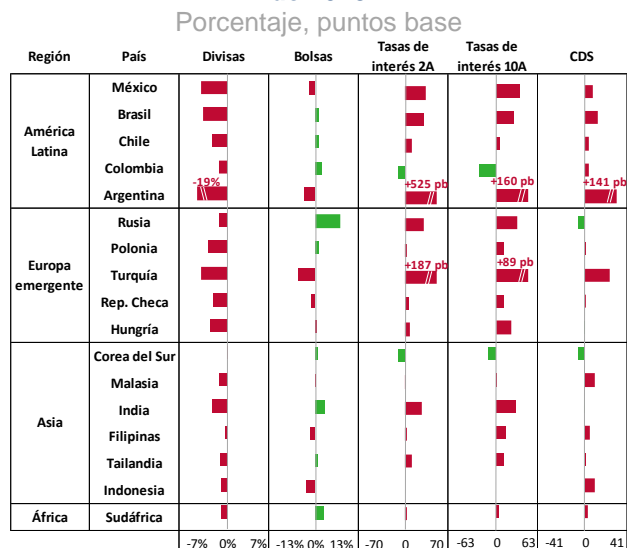
En lo que corresponde a los mercados financieros de países emergentes, se observó una moderación en los flujos de capital que reciben estas economías y una depreciación considerable de sus divisas, lo que motivó intervenciones en los mercados financieros por parte de los bancos centrales de Argentina, Brasil, Hungría, Indonesia y Turquía (Gráfica 6).

**Gráfica 5**  
**Variación de indicadores financieros**  
**seleccionados del 9 de abril al 14 de mayo de 2018**  
 Porcentaje, puntos base



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

**Gráfica 6**  
**Desempeño de activos de países emergentes**  
**seleccionados desde el 9 de abril al 14 de mayo de 2018**



Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años. Únicamente en el caso de Indonesia se utilizan tasas de 1 año y 5 años, para 2 años y 10 años, respectivamente, dado que no cotizan estos plazos.  
 Fuente: Bloomberg.

Hacia adelante, no puede descartarse un escenario de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales ante la intensificación de una serie de factores de riesgo. En primer lugar, un ritmo de normalización de la política monetaria en economías avanzadas más rápido de lo esperado por los mercados financieros podría propiciar correcciones abruptas en los precios de los activos financieros y limitar las fuentes de financiamiento de las economías emergentes. En segundo lugar, un escalamiento de las políticas proteccionistas alrededor del mundo podría poner en riesgo la fase expansiva del ciclo económico actual. Adicionalmente, los procesos electorales que tendrán lugar en algunas de las economías emergentes podrían reflejarse en mayor volatilidad de los mercados financieros. Finalmente, la inestabilidad geopolítica, los altos niveles de endeudamiento del sector privado no financiero en algunas partes del mundo y las altas valuaciones de los activos financieros son riesgos que siguen latentes.

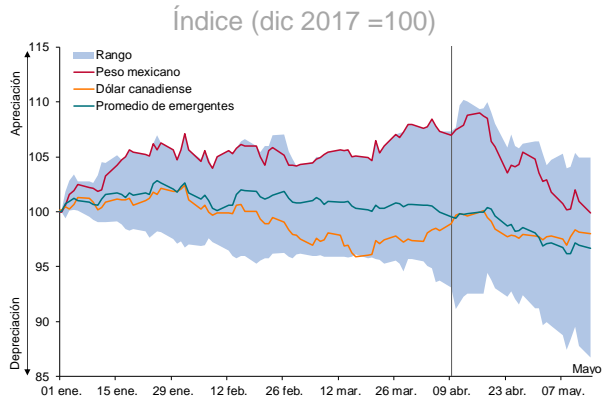


## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, el peso mexicano mostró una depreciación frente al dólar estadounidense de alrededor de 6.5%, revirtiendo prácticamente toda la apreciación que había registrado durante el año (Gráfica 7). Dicha depreciación obedeció primordialmente a la fortaleza que en general mostró el dólar frente a la mayoría de las divisas del mundo, tanto de países desarrollados como de países emergentes. Asimismo, nuestra moneda también reaccionó de manera negativa a la incertidumbre alrededor del proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y, en menor medida, a la incertidumbre política que tradicionalmente se observa durante los procesos electorales en el país (Gráfica 8). En este contexto, las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron un moderado deterioro (Gráfica 9). En este sentido, destaca también que la volatilidad y el sesgo implícito en opciones del peso mexicano frente al dólar con vencimiento mayor a 2 meses continúan en niveles elevados en relación con los observados en otras monedas comparables (Gráfica 10).

**Gráfica 7**  
Índice acumulado del peso mexicano y divisas seleccionadas durante 2018



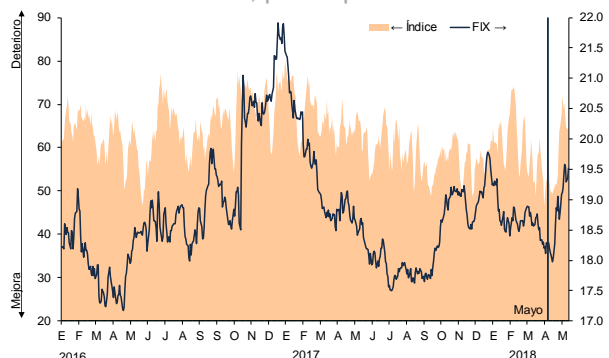
Nota: El promedio y el rango de emergentes incluye Argentina, Perú, Turquía, Filipinas, Polonia, Hungría, Corea del sur, Indonesia, Sudáfrica, Rusia, Brasil, Colombia y Chile. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

**Gráfica 8**  
Tipo de cambio del peso mexicano  
Pesos por dólar



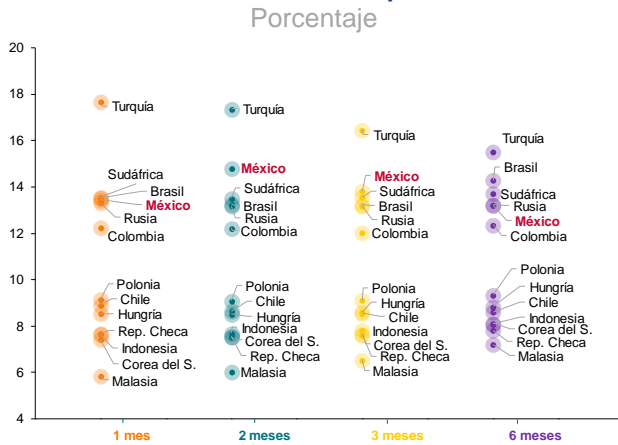
Nota: Se considera el periodo desde la última decisión de Banco de México a la fecha.  
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 9**  
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario y tipo de cambio Peso-Dólar  
Índice, pesos por dólar



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

**Gráfica 10**  
**Último nivel de la volatilidad implícita en opciones de divisas seleccionadas frente al dólar a diferentes plazos**

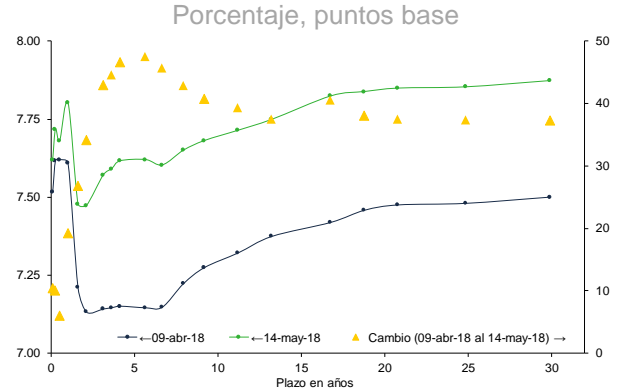


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, desde el último anuncio de política monetaria a la fecha, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó un desempeño negativo, el cual se materializó en aumentos generalizados de hasta 47 puntos base (p.b.) (Gráfica 11). Lo anterior, en un contexto en donde las condiciones de operación también mostraron un deterioro moderado (Gráfica 12). Cabe destacar que, a pesar de lo anterior, se observó un incremento en las posiciones que los inversionistas mantienen en valores gubernamentales. En particular, se observaron flujos de entrada en prácticamente todos los plazos superiores a los tres años.

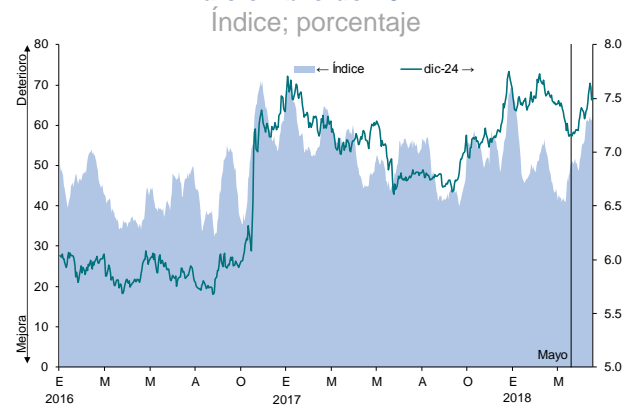
Finalmente, las expectativas de la tasa objetivo de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos anticipan un incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria durante el segundo semestre del año (Gráfica 13).

**Gráfica 11**  
**Curva de rendimientos de valores gubernamentales**



Fuente: PIP.

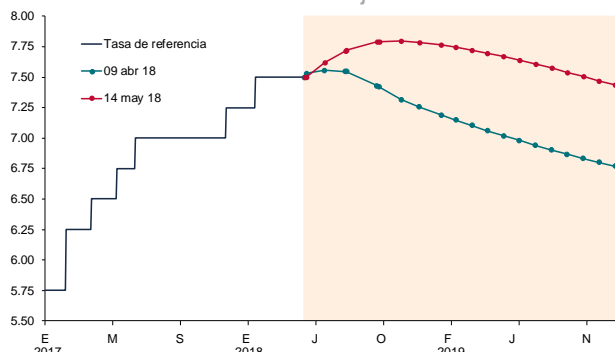
**Gráfica 12**  
**Índice general de condiciones de operación del mercado de deuda gubernamental mexicano y tasas interés del bono con vencimiento en diciembre de 2024**



Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2012 y se toma el promedio de los percentiles para cada día. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg, PIP y Casas de Corretaje.

**Gráfica 13**  
**Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIEE a 28 días**  
 Porcentaje

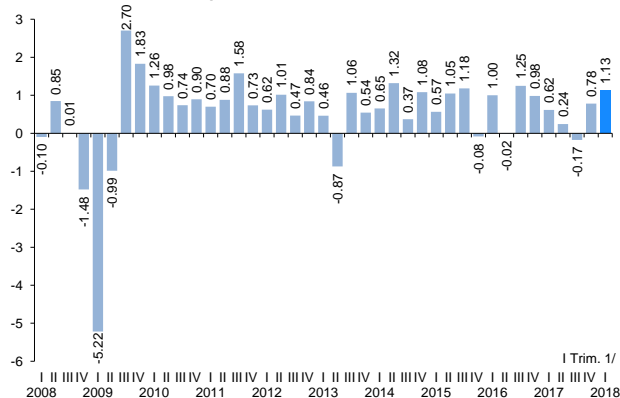


Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

**A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación**

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el primer trimestre de 2018 la actividad económica continuó mostrando una reactivación, registrando incluso una tasa de crecimiento mayor a la observada el trimestre previo, lo que contrasta con la desaceleración que se observó en los primeros tres trimestres de 2017 (Gráfica 14). En particular, las exportaciones continuaron presentando un importante dinamismo y el consumo privado siguió expandiéndose, al tiempo que la inversión exhibió un repunte significativo entre diciembre de 2017 y febrero de 2018.

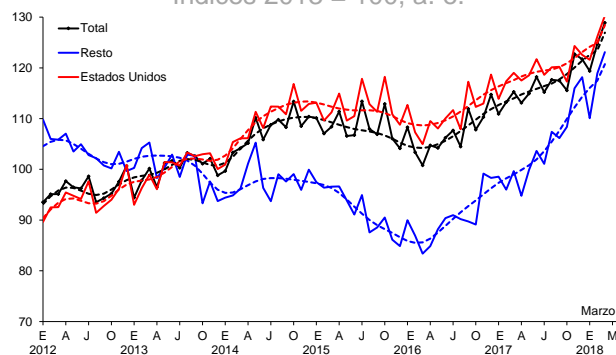
**Gráfica 14**  
**Producto Interno Bruto**  
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2018 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En el primer trimestre de 2018, las exportaciones manufactureras, tanto las dirigidas a Estados Unidos como las canalizadas al resto del mundo, continuaron exhibiendo un importante dinamismo, en congruencia con el crecimiento de la actividad económica global (Gráfica 15). Por tipo de bien, este comportamiento se observó tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices. En relación a la evolución de la demanda interna, de acuerdo a su indicador mensual, el consumo privado siguió expandiéndose en el primer bimestre de 2018, si bien a un menor ritmo que en los trimestres anteriores. Indicadores más oportunos, aunque de menor cobertura, presentaron un comportamiento heterogéneo. En efecto, mientras que los ingresos en establecimientos comerciales al por menor exhibieron una incipiente recuperación respecto a lo observado durante la mayor parte de 2017, las ventas de vehículos ligeros continuaron mostrando un débil desempeño. Por su parte, en el periodo diciembre de 2017 – febrero de 2018, la inversión registró un repunte respecto al estancamiento que había venido exhibiendo desde finales de 2015. Esta recuperación estuvo impulsada por la reactivación de la construcción, en buena parte asociada a los esfuerzos de reconstrucción posteriores a los sismos de septiembre y a algunos proyectos de infraestructura pública, así como por la reciente recuperación del gasto en maquinaria y equipo.

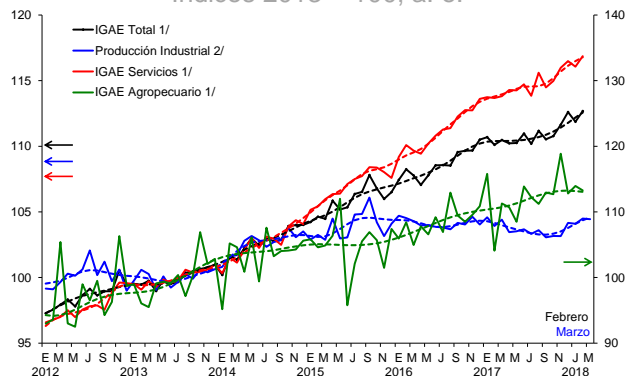
**Gráfica 15**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
 Índices 2013 = 100, a. e.



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

Con respecto al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento en el primer trimestre de 2018 fue reflejo del dinamismo de las actividades terciarias y de la recuperación que la actividad industrial ha registrado con respecto a la tendencia negativa que presentó durante la mayor parte de 2017 (Gráfica 16). En efecto, los servicios continuaron mostrando una trayectoria creciente a inicios de 2018, siendo los rubros de los servicios financieros e inmobiliarios; servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; las actividades del gobierno y el comercio al por menor los que más contribuyeron a este desempeño. Al interior de la actividad industrial, destaca la importante reactivación del sector de la construcción y la incipiente recuperación de las manufacturas respecto a la debilidad que mostraron durante la mayor parte de 2017 (Gráfica 17). En contraste, la minería continuó exhibiendo una tendencia negativa y siguió ubicándose en niveles particularmente bajos.

**Gráfica 16**  
**Indicadores de la Actividad Económica**  
Índices 2013 = 100, a. e.



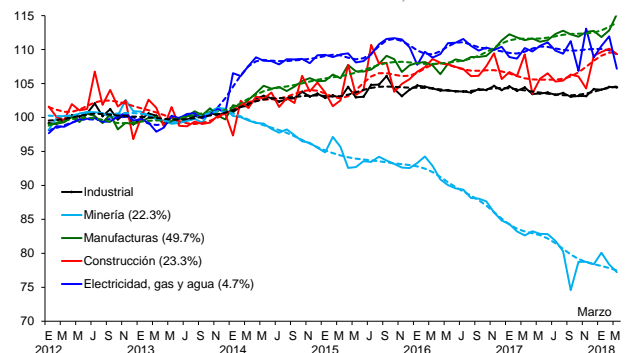
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a febrero de 2018.  
2/ Cifras a marzo de 2018 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, esto es, las condiciones de holgura y su papel en la formación de precios, diversos indicadores de las condiciones de holgura en la economía, como la estimación de la brecha del producto que excluye el sector petrolero, sugieren que a principios de 2018 estas se mantuvieron estrechas. En particular, en el primer trimestre de 2018, las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechas. En efecto, las tasas de desocupación nacional y urbana continuaron ubicándose entre los niveles más bajos

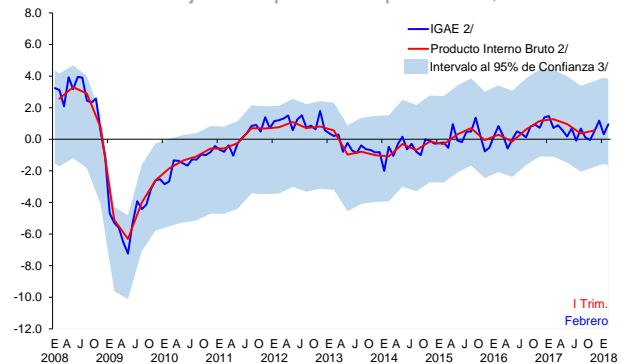
desde que inició el levantamiento de la ENOE en 2005 (Gráfica 19). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó mostrando una trayectoria positiva. A pesar de ello, con información al cuarto trimestre de 2017, derivado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, los costos de la mano de obra para la economía en su conjunto continuaron disminuyendo en términos reales (Gráfica 20).

**Gráfica 17**  
**Actividad Industrial**  
Índices 2013 = 100, a. e.



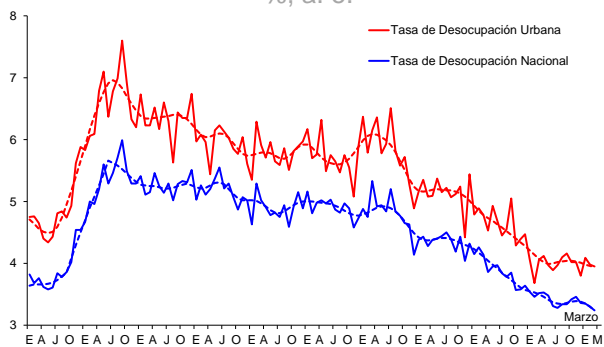
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 18**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
**Sin Industria Petrolera<sup>4/</sup>**  
Porcentajes del producto potencial, a. e.



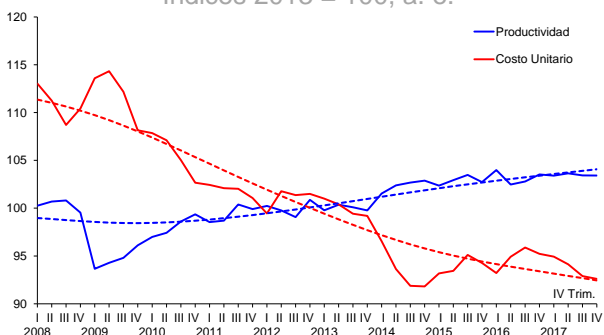
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB oportuno al primer trimestre de 2018; cifras del IGAE implícito a marzo de 2018 congruente con dicha cifra oportuna.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

**Gráfica 19**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
%, a. e.



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

**Gráfica 20**  
**Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra<sup>1/</sup>**  
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.  
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

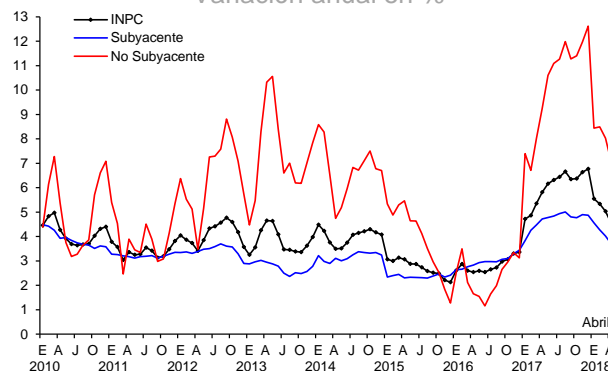
Durante el primer trimestre de 2018, el financiamiento interno al sector privado no financiero registró un repunte en su ritmo de crecimiento real anual, en comparación con lo observado en el trimestre previo. Ello derivó en buena medida del dinamismo del financiamiento a las empresas, particularmente las grandes, toda vez que el crédito a las pymes continuó expandiéndose moderadamente. Por su parte, el crédito a los hogares siguió creciendo a tasas bajas, aunque mayores que las registradas al cierre de 2017. Lo

anterior, en un entorno en el que las tasas de interés permanecieron en niveles más elevados en relación con los observados en promedio el año anterior, si bien sin cambios significativos con respecto al cuarto trimestre de 2017. Además, los índices de morosidad se mantuvieron en general en niveles bajos y estables, con excepción de los correspondientes a la cartera de crédito al consumo, los cuales continuaron relativamente elevados, aunque con señales incipientes de haber detenido su deterioro. Así, la evidencia sugeriría que los mercados de fondos prestables no están enfrentando presiones de demanda.

### A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual continuó disminuyendo, al pasar de 5.04% en marzo de 2018 a 4.55% en abril, como resultado de las menores tasas de variación anual en los precios tanto del componente subyacente, como del no subyacente (Gráfica 21 y Cuadro 1).

**Gráfica 21**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en %

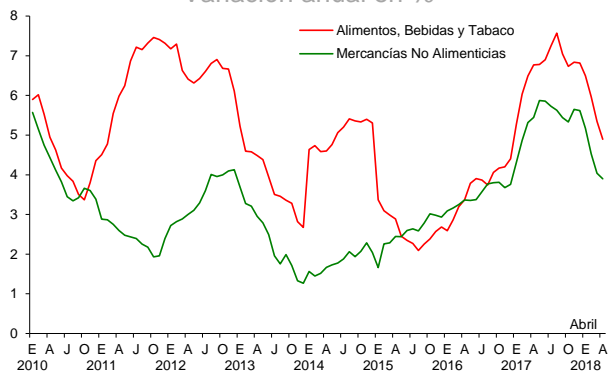


Fuente: Banco de México e INEGI.

Específicamente, la inflación subyacente anual se redujo de 4.02 a 3.71% entre marzo y abril de 2018. Ello se explica por las acciones de política monetaria implementadas por este Instituto Central, así como por el desvanecimiento de los choques que afectaron a este indicador el año previo. De esta forma, los precios de las mercancías alimenticias y de las no alimenticias siguieron exhibiendo menores tasas de variación anual debido, principalmente, al comportamiento que presentó el tipo de cambio en meses previos (Gráfica 22). Por su parte, el

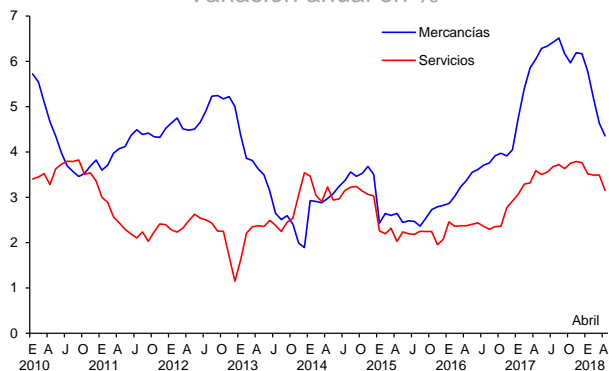
subíndice de precios de los servicios también ha ido reduciendo su tasa de variación anual (Gráfica 23 y Cuadro 1). Lo anterior se explica, en parte, por reducciones transitorias en los precios de los servicios turísticos, así como por menores incrementos en los precios de algunos servicios de alimentación respecto del año previo.

**Gráfica 22**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
Variación anual en %



Fuente: Banco de México e INEGI.

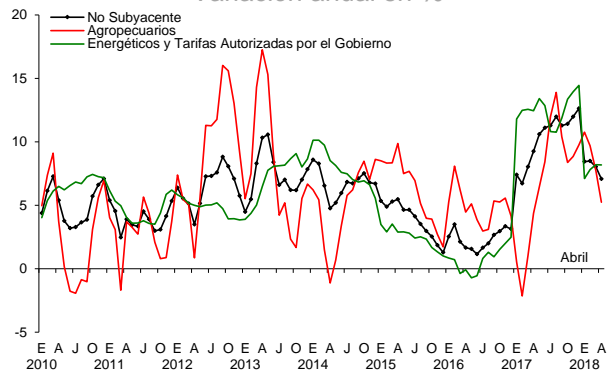
**Gráfica 23**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**  
Variación anual en %



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual registró 8.03% en marzo de 2018 y se ubicó en 7.07% en abril. Esta disminución se explica, en su mayor parte, por reducciones en los precios de las frutas y verduras y del gas L.P. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por incrementos en los precios de las gasolinas (Gráfica 24 y Cuadro 1).

**Gráfica 24**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
Variación anual en %



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado disminuyeron entre marzo y abril, en línea con las recientes lecturas de inflación menores a lo esperado por parte de los analistas. Así, las medianas correspondientes a las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 y 2019 disminuyeron de 4.09 a 3.98% y de 3.60 a 3.58% entre las encuestas de los meses referidos. En contraste, las correspondientes a los próximos 12 meses, tanto con referencia al mes de levantamiento de la encuesta, como al mes siguiente del levantamiento de la misma, se ajustaron al alza de 3.85 a 4.01 y de 3.89 a 3.98%, respectivamente, en el mismo periodo. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el mediano y largo plazo se mantuvieron estables en alrededor de 3.5%. Por lo que respecta a las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas continuaron ubicándose en niveles cercanos a 3.5% en el mismo lapso, al tiempo que la prima por riesgo inflacionario disminuyó alrededor de 10 puntos base en el mismo lapso.

La disminución de la inflación registrada en los primeros cuatro meses de 2018 es congruente con la previsión que presentó el Banco de México en el Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2017. Tomando en cuenta la última información disponible

y considerando la postura monetaria actual, se espera que, hacia adelante, el comportamiento que tendrá la inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria está en línea con dichos pronósticos. Lo anterior considera un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y que la inflación no subyacente siga disminuyendo conforme a lo anticipado en lo que resta de 2018.

El escenario descrito está sujeto a riesgos y a una marcada incertidumbre. Entre los riesgos destacan principalmente los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional siga presionada como resultado, tanto del entorno de mayores tasas de interés externas y la fortaleza del dólar, como a la

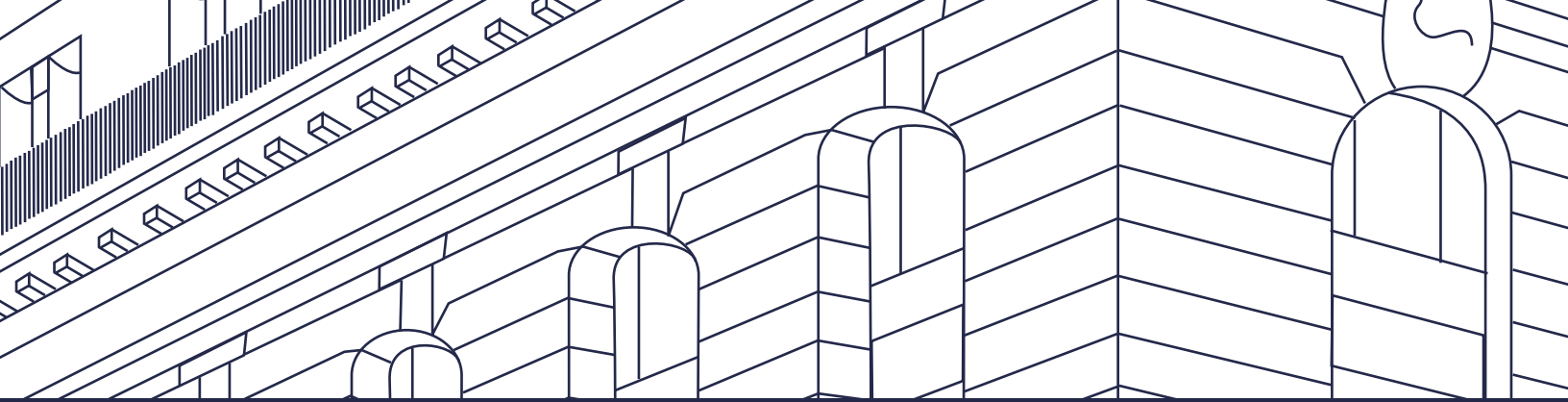
incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al proceso electoral de este año. También es posible que se enfrenten choques en los precios de los bienes agropecuarios, así como presiones al alza en los precios de algunos energéticos. De igual forma, considerando las condiciones cíclicas de la economía, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación. Por su parte, entre los riesgos a la baja sobresale la posibilidad que se aprecie la moneda nacional como consecuencia de un resultado favorable de las negociaciones en torno al TLCAN. El balance de riesgos para la inflación respecto a la trayectoria esperada mantiene un sesgo al alza asociado a los riesgos descritos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**

Variación anual en %

Concepto	Diciembre 2017	Febrero 2018	Marzo 2018	Abril 2018
<b>INPC</b>	<b>6.77</b>	<b>5.34</b>	<b>5.04</b>	<b>4.55</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.87</b>	<b>4.27</b>	<b>4.02</b>	<b>3.71</b>
<b>Mercancías</b>	<b>6.17</b>	<b>5.18</b>	<b>4.64</b>	<b>4.35</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	5.97	5.35	4.90
Mercancías no Alimenticias	5.62	4.53	4.04	3.90
<b>Servicios</b>	<b>3.76</b>	<b>3.49</b>	<b>3.49</b>	<b>3.15</b>
Vivienda	2.65	2.55	2.54	2.56
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.83	4.84	4.84
Otros Servicios	4.63	4.06	4.07	3.24
<b>No Subyacente</b>	<b>12.62</b>	<b>8.49</b>	<b>8.03</b>	<b>7.07</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>9.75</b>	<b>9.69</b>	<b>7.74</b>	<b>5.24</b>
Frutas y Verduras	18.60	15.50	8.82	4.07
Pecuarios	4.50	6.49	7.12	5.94
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>14.44</b>	<b>7.81</b>	<b>8.19</b>	<b>8.18</b>
Energéticos	17.69	8.16	8.85	9.12
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	7.08	6.85	6.36

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 31 de mayo de 2018

