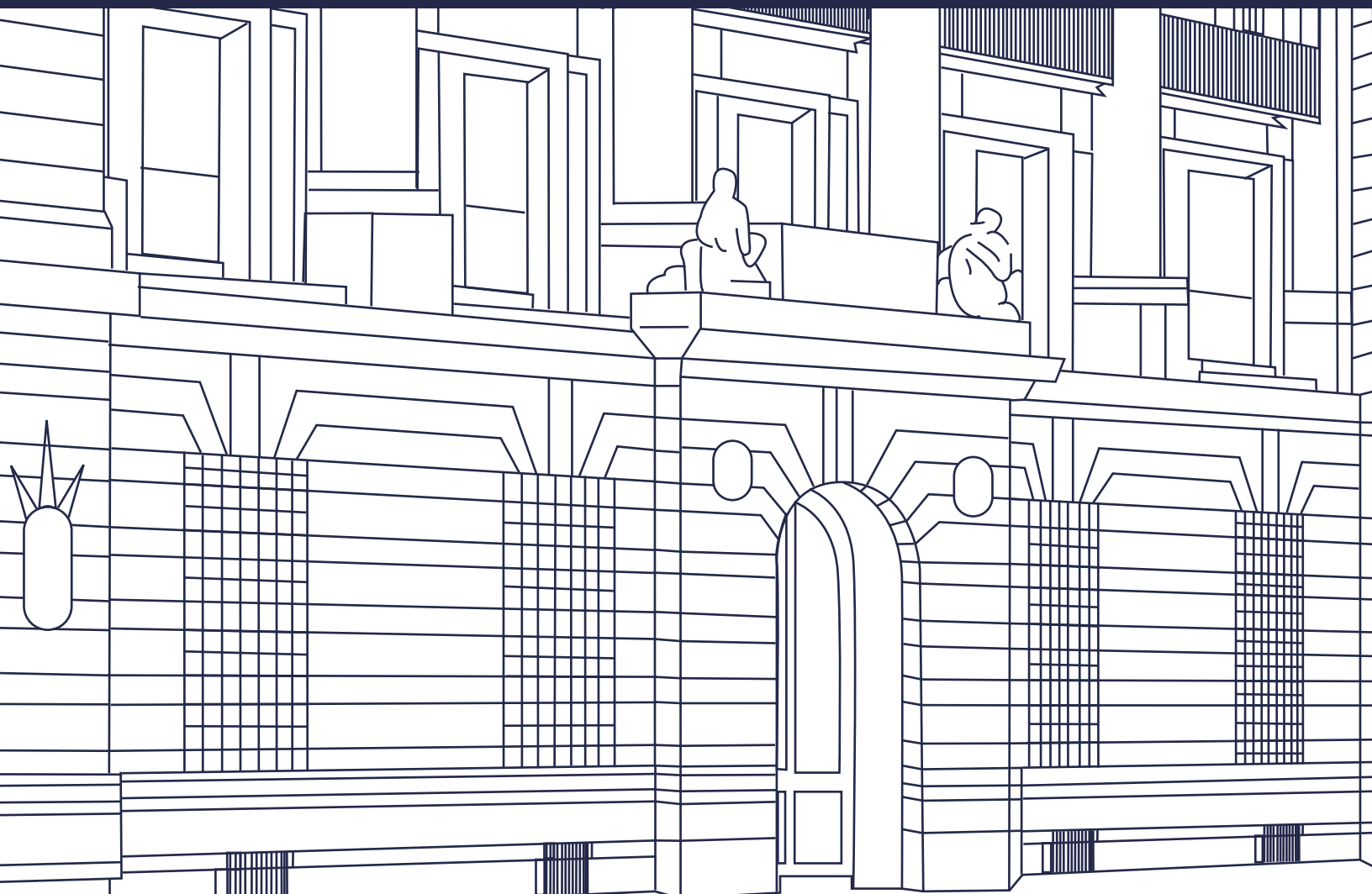




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 58

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 12 de abril 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: 12 de abril 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. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

2.1. Condiciones externas

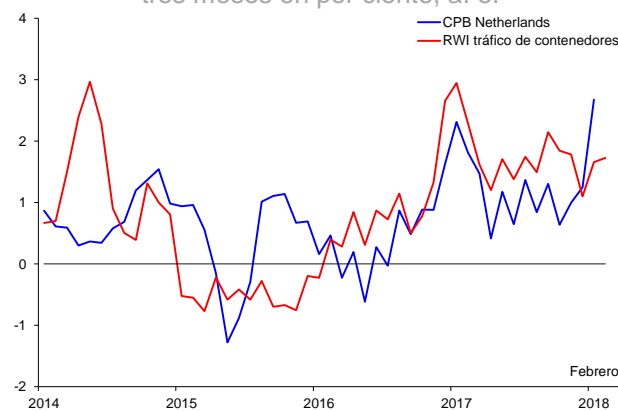
2.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores económicos disponibles apuntan a que a principios de 2018 la actividad económica mundial continuó expandiéndose de manera generalizada, impulsada principalmente por el mayor comercio global y cierta expansión de la inversión

(Gráfica 1). En este entorno, la reducción en la holgura de las economías avanzadas se ha empezado a reflejar en un aumento gradual de los salarios. Si bien los pronósticos de crecimiento para la economía mundial en 2018 y 2019 se han revisado al alza, existen diversos riesgos a la baja para el crecimiento global en el mediano plazo, entre los que destacan que se dé una normalización más rápida a la esperada en la política monetaria en Estados Unidos ante una sorpresa inflacionaria en ese país, lo cual podría llegar a conducir a un ajuste desordenado de los mercados financieros, la adopción de medidas proteccionistas en diversas regiones, y la materialización de algunos eventos geopolíticos.

Gráfica 1
Volumen de Comercio Mundial

Variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



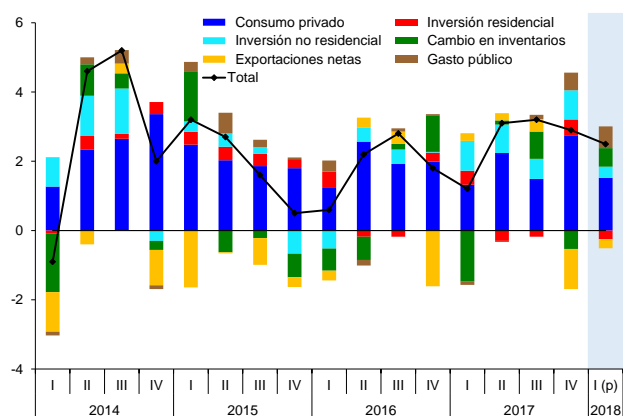
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands y Institute of Shipping Economics and Logistics.

En Estados Unidos, la evolución de los principales indicadores de la demanda interna, en particular del consumo privado, apunta hacia una moderación del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2018, luego de haberse expandido 2.9 por ciento a tasa anualizada en el cuarto trimestre de 2017 (Gráfica 2). A pesar de esta desaceleración, la cual se puede asociar a factores transitorios como el retraso observado a principios de año en las devoluciones de impuestos, el consenso de los analistas sigue anticipando una fuerte expansión de la economía estadounidense para lo que resta de 2018 y 2019, apoyada, en parte, por un sólido crecimiento del consumo y la inversión privada, derivado de la reforma tributaria recientemente aprobada y de la elevada confianza de los consumidores y de los negocios.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y Blue Chip.

La producción industrial en Estados Unidos continuó expandiéndose en enero y febrero, después de un fuerte repunte en el cuarto trimestre de 2017. Dicho crecimiento fue apoyado tanto por la actividad minera, la cual reflejó las ganancias en la producción de petróleo y gas, como por la producción manufacturera, especialmente en su componente de bienes de consumo duradero. Lo anterior se vio contrarrestado parcialmente por el debilitamiento en el suministro de electricidad y gas, ante la menor demanda por calefacción debido a temperaturas más cálidas a las habituales en los primeros meses del año.

En Estados Unidos, el mercado laboral continuó fortaleciéndose a principios de 2018. En efecto, la nómina no agrícola aumentó en 202 mil plazas mensuales en promedio durante el primer trimestre, cifra superior a los 177 mil empleos creados mensualmente en promedio durante el mismo periodo del año previo. Además, en los últimos meses se ha observado un incremento en la tasa de participación laboral, lo cual ha contribuido a que en marzo la tasa de desempleo se haya mantenido en 4.1 por ciento por sexto mes consecutivo, nivel inferior al que la Reserva Federal considera de largo plazo. En este contexto, se ha registrado un aumento gradual en el ritmo de crecimiento de los salarios. Dada la posición cíclica de la economía estadounidense, cobra relevancia el efecto que el impulso fiscal pudiera tener hacia adelante sobre la inflación.

A principios de abril, el gobierno de Estados Unidos anunció planes para imponer aranceles a un número importante de productos importados de China, lo que provocó una respuesta similar por parte del gobierno chino. Si bien el consenso de los analistas espera que una eventual implementación de estas medidas, o de otras que pudieran restringir el comercio y la inversión extranjera, tendría un efecto moderado en la actividad económica y en la inflación de dichas economías, un mayor escalamiento de las tensiones comerciales entre ambos países podría deteriorar la confianza de los negocios y las perspectivas económicas para ambas economías y para la economía mundial en su conjunto.

En la zona del euro, la información disponible indica que la actividad económica siguió expandiéndose en el primer trimestre de 2018, si bien a un ritmo más moderado que en el trimestre previo. No obstante, los índices de gerentes de compras y de confianza se ubican aún en niveles elevados, a la vez que los fundamentales de la demanda interna se mantienen sólidos, apuntando a que la fase de expansión continuará hacia adelante. En este entorno, la tasa de desempleo se redujo a 8.5 por ciento en febrero, su nivel más bajo desde enero de 2009. Además, cabe destacar que la probabilidad de que el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea sea desordenado disminuyó, luego de la aprobación de un acuerdo preliminar entre ambas partes para la extensión del periodo de transición.

La actividad económica en los países emergentes más grandes parece haber continuado expandiéndose a un ritmo elevado a principios del año, a la vez que se observa cierta recuperación en el resto de las economías emergentes. En el caso de China, los indicadores de demanda interna y externa del primer trimestre del año reflejaron un dinamismo mayor al anticipado, aunque se prevé un menor ritmo de crecimiento en lo que resta del año, como resultado de las políticas implementadas para promover una moderación en los niveles de endeudamiento y un crecimiento más sustentable.

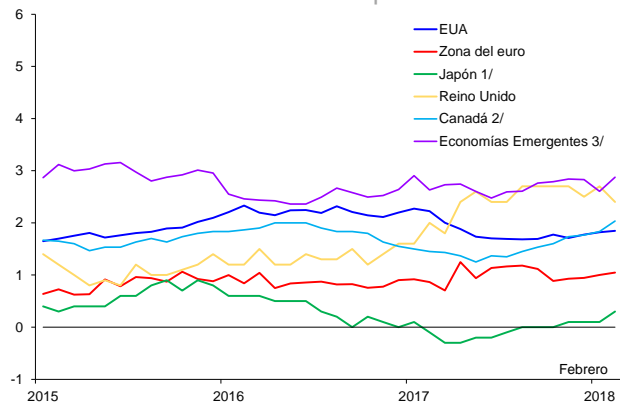
Los precios internacionales de las materias primas interrumpieron, en general, la tendencia al alza que se había venido observando en los últimos meses. Así, después de haber alcanzado niveles máximos en tres años, los precios de los metales industriales cayeron, debido a la incertidumbre generada por los anuncios de medidas proteccionistas por parte de Estados Unidos y China. De igual forma, los precios

de los granos volvieron a disminuir, luego de que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos publicara las proyecciones de producción mundial, las cuales apuntan a un aumento importante en la producción de estos bienes. En contraste, luego de la caída observada a principios de febrero ante el aumento en la producción petrolera en Estados Unidos, los precios del petróleo se recuperaron en las últimas semanas debido a mayores tensiones geopolíticas en Medio Oriente y al sólido crecimiento de la demanda global.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

El repunte de la demanda global, aunado al alza en los precios de energía registrada en la segunda mitad de 2017 y al desvanecimiento de factores transitorios, ha contribuido a un aumento gradual de la inflación y de sus expectativas en las principales economías avanzadas, aunque estas aún se ubican por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En las economías emergentes, la inflación se ha mantenido relativamente moderada en la mayoría de los casos, aunque en países como Filipinas, Turquía y Ucrania esta se situó por encima de la meta de sus bancos centrales (Gráfica 3).

Gráfica 3
Inflación Subyacente de Economías Seleccionadas
Variación anual en por ciento



1/ Se refiere al indicador subyacente que excluye el efecto del impuesto al consumo.

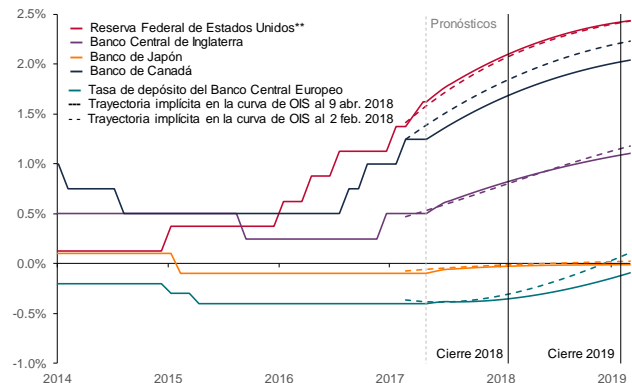
2/ Promedio de los tres indicadores de inflación subyacente del Banco de Canadá.

3/ Promedio de 18 economías emergentes, ponderado por su peso en la economía global ajustado por paridad de poder de compra.

Fuente: Haver Analytics y Fondo Monetario Internacional.

En un entorno de crecimiento económico más sincronizado y de una recuperación gradual de la inflación, se prevé que la mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas sigan normalizando su postura monetaria, si bien el ritmo de normalización en cada país continuará dependiendo de la posición en el ciclo económico en la que se encuentre (Gráfica 4). El panorama para las economías emergentes es más heterogéneo. En particular, en economías como Brasil, Egipto, Perú, Rusia y Sudáfrica, los bancos centrales continuaron disminuyendo su tasa de interés de referencia, mientras que otros países, particularmente de Europa del Este y de Asia, mantuvieron una postura de alzas graduales en sus tasas de interés de referencia.

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.

Conforme a lo esperado, en su reunión de marzo la Reserva Federal elevó su tasa de fondos federales en 0.25 puntos porcentuales, situándola en un rango de entre 1.5 y 1.75 por ciento. Dicha Institución ajustó al alza los pronósticos de crecimiento económico para 2018 y 2019 ante el impacto que se estima por la reforma fiscal, al tiempo que redujo sus perspectivas para la tasa de desempleo para los próximos tres años, sugiriendo que esta se ubicará por debajo de su estimación de la tasa de largo plazo. En este entorno, la Reserva Federal anticipa

que la inflación aumente en los próximos meses y que se estabilice alrededor de su objetivo de 2 por ciento en el mediano plazo. Además, destacó que, si bien la mediana de los pronósticos de la tasa de interés de referencia de los miembros de la Reserva Federal sigue proyectando dos alzas adicionales de 25 puntos base en 2018, se observó un desplazamiento hacia mayores tasas en sus previsiones para los años subsecuentes (tres incrementos de 25 puntos base en 2019 y dos en 2020). Por su parte, los futuros de la tasa de fondos federales también incorporan dos incrementos adicionales en la tasa de referencia en lo que resta de 2018.

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia y su programa de compra de activos. Dicha Institución reiteró que ese programa se mantendrá hasta septiembre de este año, aunque en su comunicado eliminó la referencia a la posibilidad de ampliar su duración y/o tamaño en caso de que el panorama económico se deteriore. Lo anterior parecería ser congruente con la expectativa del mercado de que el BCE finalice dicho programa a finales de este año y comience con la normalización gradual de la tasa de referencia en 2019.

Asimismo, en su última reunión, el Banco de Inglaterra conservó sin modificaciones su programa de compra de bonos y su tasa de interés de referencia, la cual continuó ubicándose en 0.5 por ciento. No obstante, dos miembros del Comité de Política Monetaria votaron a favor de elevar la tasa de interés en 25 puntos base, señalando que la menor holgura en la economía y la mayor confianza sobre un repunte en los salarios representan mayores riesgos para la inflación en el mediano plazo. En este sentido, los mercados prevén que la normalización de la política monetaria se lleve a cabo de forma gradual y limitada y que el siguiente incremento en la tasa de referencia de dicha Institución se dé en su reunión de mayo.

Por su parte, el Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia en 1.25 por ciento. En su comunicado, dicha Institución mencionó que la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte es una fuente de incertidumbre sobre sus expectativas

de crecimiento económico. Además, indicó que será cautelosa al considerar ajustes futuros a la política monetaria y que se guiará por la evolución de los indicadores económicos y su sensibilidad a mayores tasas de interés, así como por la dinámica de crecimiento de los salarios y de la inflación.

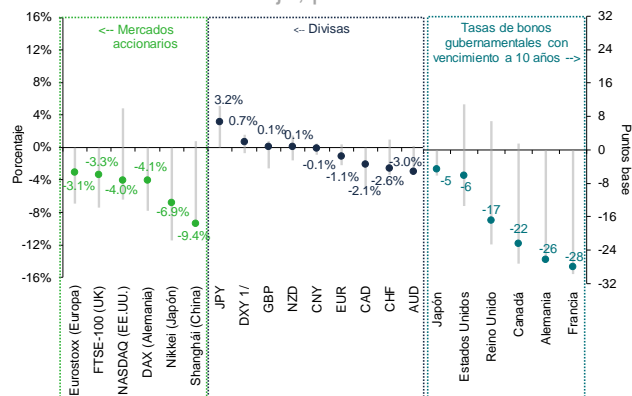
Finalmente, en su reunión de marzo, el Banco de Japón mantuvo sin modificaciones su tasa de depósito de corto plazo, su objetivo de la tasa de bonos gubernamentales de largo plazo y el monto de su programa de compra de activos. Esta decisión no fue unánime, toda vez que uno de sus miembros consideró necesaria una mayor reducción en los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo. En términos generales, dicha Institución no modificó su evaluación sobre el panorama económico y de inflación respecto a la presentada en su decisión previa.

En este contexto, si bien en las últimas semanas las expectativas de los mercados financieros respecto al ritmo de normalización de la política monetaria en países avanzados han presentado pocos cambios, algunas señales incipientes de un posible repunte en la inflación y la incertidumbre sobre la misma, aunado a las preocupaciones en torno al impacto de la implementación de medidas proteccionistas sobre el comercio global, han causado una mayor volatilidad en los mercados financieros (Gráfica 5). Lo anterior se reflejó en una recomposición de portafolios hacia activos de menor riesgo de mercado y se tradujo en un ligero apretamiento de las condiciones financieras en las principales economías avanzadas (Gráfica 6). En particular, en los mercados cambiarios, el dólar y el yen se apreciaron frente al resto de las monedas de economías avanzadas, al fungir como activos de refugio. Por su parte, los índices accionarios de economías avanzadas registraron pérdidas importantes, superiores a 4 por ciento en la mayoría de los casos, mientras que en los mercados de renta fija disminuyó el apetito por bonos corporativos y aumentó el interés por la deuda soberana, provocando una disminución generalizada de las tasas de interés de bonos gubernamentales. En este entorno, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se moderaron, observándose depreciaciones de sus divisas frente al dólar y caídas

en sus índices accionarios. Ante esta situación, los bancos centrales de algunos países, tales como Hungría, Indonesia, Argentina e Israel, realizaron intervenciones en sus mercados financieros para hacer frente a la inestabilidad generada tanto por el entorno externo, como por factores idiosincrásicos.

Hacia adelante, no se descartan nuevos episodios de volatilidad de los mercados financieros, ante el recrudecimiento de ciertos factores de riesgo. En particular, en lo que va de 2018 se han acentuado las tensiones comerciales entre Estados Unidos y el resto del mundo, mientras que ha aumentado la probabilidad de que se observe un apretamiento de las condiciones financieras globales mayor al previamente anticipado por los mercados. Ambos factores podrían provocar una corrección abrupta en los precios de algunos activos financieros cuyas valuaciones aún parecen elevadas en términos históricos, a pesar de haber presentado cierta corrección en el último mes y medio. A ello se suman otros riesgos, entre los que destacan los niveles de apalancamiento de los hogares y de las empresas en algunas partes del mundo y la inestabilidad geopolítica en diferentes regiones.

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 2 de
febrero al 9 de abril de 2018
Porcentaje, puntos base



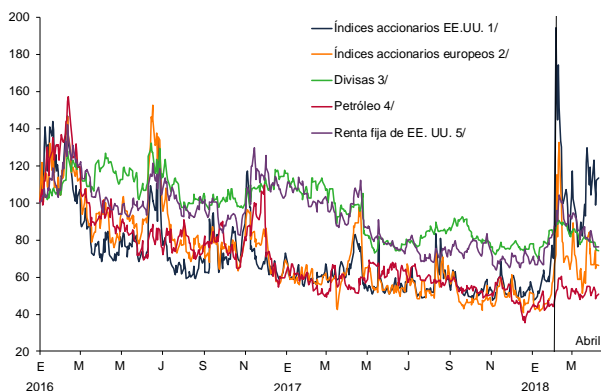
1/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.
Fuente: Bloomberg.

2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, el peso mexicano mostró una apreciación frente al dólar de 1.3 por ciento (Gráfica 7), en un contexto en el que la mayoría de las divisas emergentes se depreciaron frente a la divisa norteamericana. Así, la moneda nacional acumuló una apreciación de 7.9 por ciento durante 2018, ubicándose como la divisa con el mejor desempeño dentro del complejo de países emergentes (Gráfica 8). Al respecto, destacó el efecto que tuvo sobre la divisa mexicana un panorama más favorable en torno al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). La política monetaria adoptada por el Banco de México, y la política fiscal que se ha venido siguiendo, también fueron factores que contribuyeron a la reciente apreciación del peso. En este contexto, y a pesar del incremento de la volatilidad observada en los mercados financieros globales, las condiciones de operación en el mercado cambiario mexicano permanecieron estables (Gráfica 9). Así, el tipo de cambio cotizó en un rango entre 18.05 y 18.98 pesos por dólar.

Gráfica 5
Volatilidad implícita en las opciones de
mercados seleccionados
Índices 31-Dic-15=100

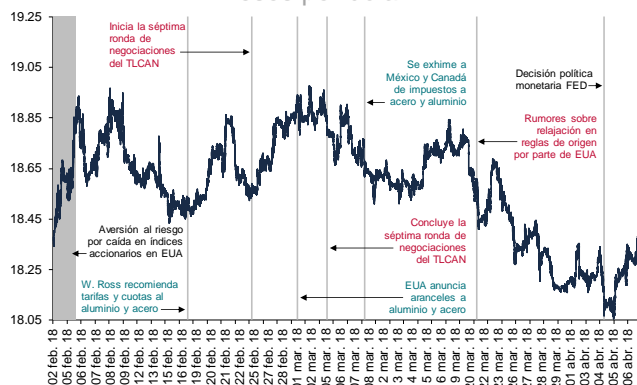


1/ VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange. 2/ V2X: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs. 3/ CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%. 4/ OVX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo. 5/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones at the money a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch. Nota: la línea negra vertical representa la última reunión de política monetaria.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

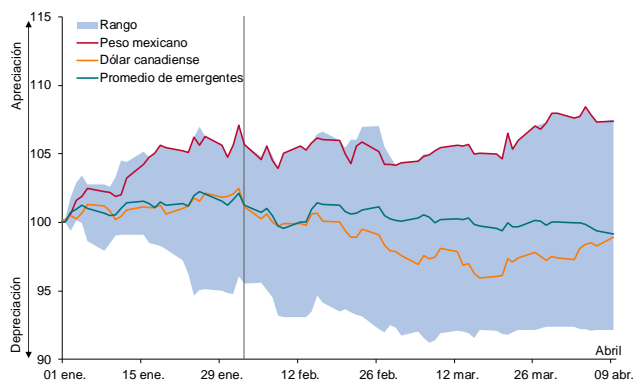
La volatilidad y el sesgo implícito en opciones del peso mexicano frente al dólar con vencimiento mayor a 3 meses continúan en niveles elevados en relación con los observados en otras monedas comparables. Lo anterior obedece a la incertidumbre que persiste en el mercado respecto al resultado del proceso de renegociación del TLCAN, así como al efecto que podría tener en el mercado cambiario la volatilidad que pudiese observarse ante las próximas elecciones presidenciales en nuestro país (Gráfica 10).

Gráfica 7
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



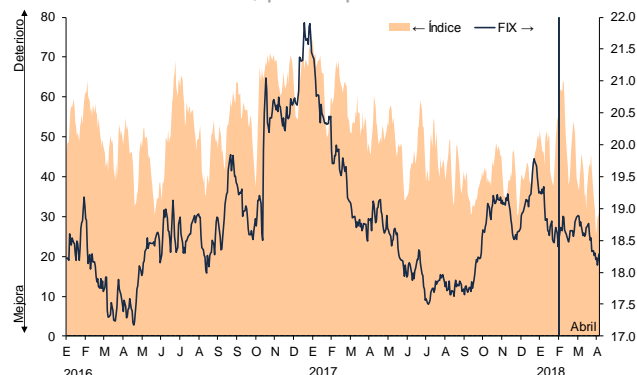
Nota: Corresponde a las cotizaciones por minuto del tipo de cambio peso-dólar.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Índice acumulado del peso mexicano y divisas seleccionadas durante 2018
Índices Dic. 2017 = 100



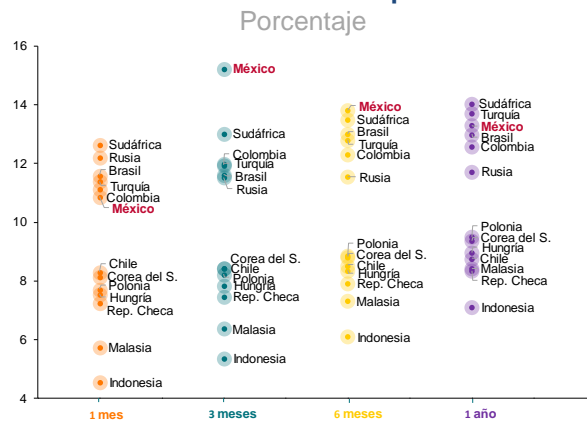
Nota: El promedio de emergentes incluye Argentina, Perú, Turquía, Filipinas, Polonia, Hungría, Corea del sur, Indonesia, Sudáfrica, Rusia, Brasil, Colombia y Chile. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 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 2016 y se toma el promedio de los 7 percentiles para cada día. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
Fuente: Reuters con cálculos por parte de Banco de México.

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



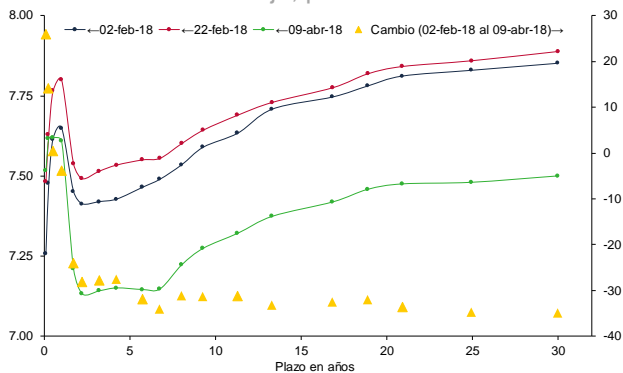
Fuente: Bloomberg.

En lo que respecta al mercado de deuda, desde el último anuncio de política monetaria a la fecha la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó aumentos de hasta 24 puntos base (p.b.) en los instrumentos de corto plazo, en congruencia con el último incremento de 25 p.b. que anunció el Banco de México en su decisión de febrero pasado (Gráfica 11). No obstante lo anterior, los nodos de

mediano y largo plazo mostraron caídas de hasta 34 p.b. Por otro lado, durante el periodo se observó un incremento importante de alrededor de 60 mil millones de pesos en las tenencias de inversionistas extranjeros en valores gubernamentales de largo plazo (Gráfica 12).

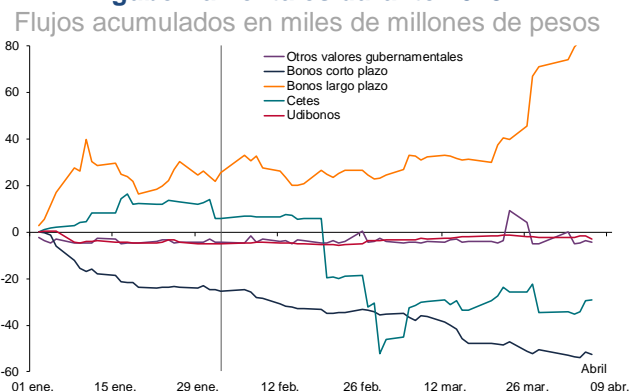
Finalmente, las expectativas de la tasa objetivo de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ajustaron de manera moderada a la baja. De esta manera, el mercado de swaps de TIIE ya no anticipa un cambio en la decisión de política monetaria correspondiente al mes de abril, lo cual coincide con la mediana de las expectativas para esta tasa de los analistas económicos (Gráfica 13).

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



Fuente: PIP.

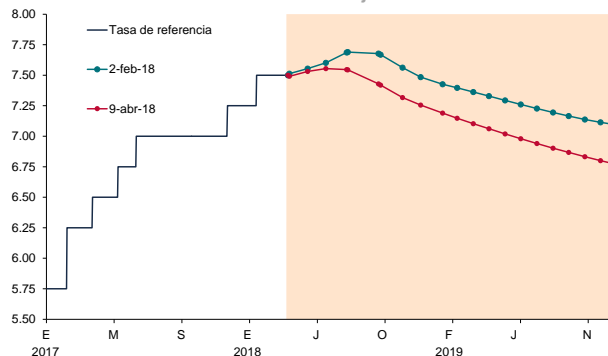
Gráfica 12
Variación en la tenencia en valores gubernamentales durante 2018



Nota: Los bonos de corto plazo tienen un vencimiento menor a 3 años, mientras que los de largo tienen un vencimiento mayor a 3 años. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Banco de México con datos de Inveal.

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



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

2.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

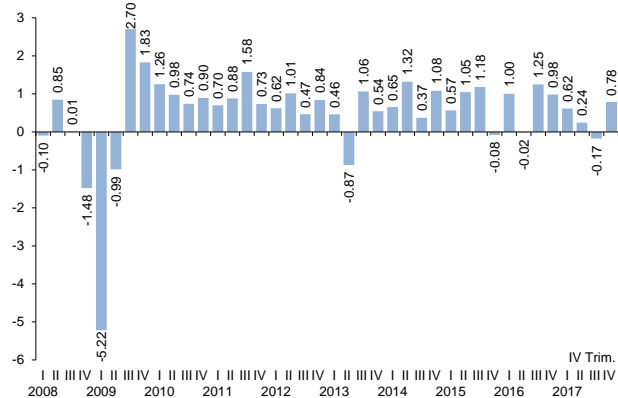
En el último trimestre de 2017, la economía mexicana presentó una importante reactivación respecto a la desaceleración que se observó en los primeros tres trimestres de 2017 (Gráfica 14). Además, la información disponible sugiere que en los primeros meses de 2018 la actividad económica continuó incrementándose. En particular, las exportaciones siguieron mostrando un desempeño favorable, el consumo privado continuó expandiéndose, si bien a un menor ritmo, y la inversión registró un mayor nivel hacia finales de 2017 y principios de 2018.

En efecto, en el primer bimestre de 2018 las exportaciones manufactureras, tanto automotrices, como no automotrices, siguieron exhibiendo una trayectoria positiva (Gráfica 15). Este comportamiento se observó tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo, en congruencia con el continuo fortalecimiento de la actividad económica global. Con respecto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, el consumo privado siguió presentando una pérdida de dinamismo a finales de 2017 y en enero de 2018, si bien indicadores más oportunos, aunque de menor cobertura, como las ventas de vehículos ligeros y los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, dejaron de mostrar la desaceleración que habían venido exhibiendo. En contraste, en el bimestre diciembre – enero el gasto en inversión registró un aumento importante, luego de la tendencia descendente que mostró durante la mayor parte de 2017. Este crecimiento reflejó tanto la reactivación del gasto en construcción, la cual puede

asociarse en buena medida a los esfuerzos de reconstrucción posteriores a los sismos de septiembre y a ciertos proyectos de infraestructura pública, como un mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo.

Gráfica 14
Producto Interno Bruto

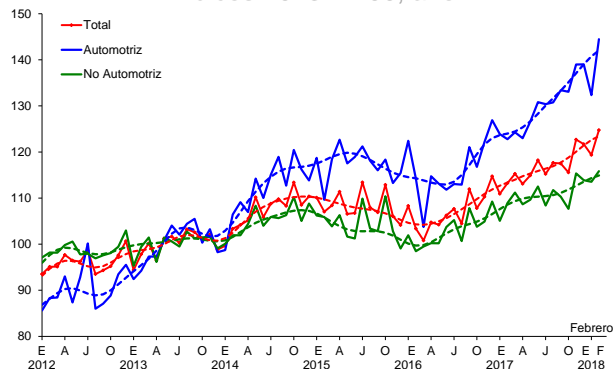
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 15
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2013 = 100, a. e.



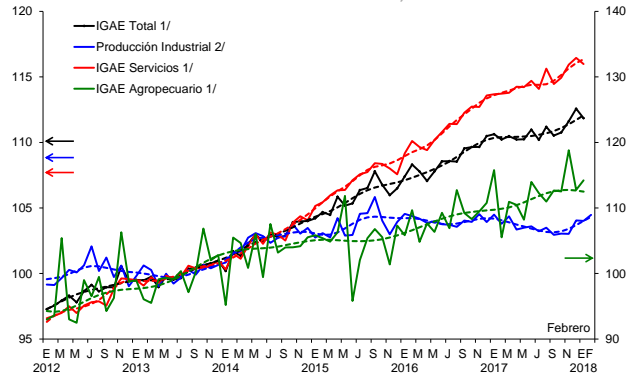
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

En relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento en el último trimestre de 2017 y de inicios de 2018 estuvo impulsado principalmente por la recuperación de las actividades terciarias, si bien la producción industrial mostró un cambio de tendencia favorable respecto a la trayectoria descendente que se observó durante la mayor parte de 2017 (Gráfica 16). En particular, no obstante el retroceso registrado en enero, los servicios siguen mostrando una tendencia creciente, apoyados por las contribuciones del comercio; del transporte e información en medios masivos; y de los servicios

financieros e inmobiliarios. Por su parte, al interior de la actividad industrial, destaca el mencionado repunte de la construcción entre diciembre de 2017 y febrero de 2018 (Gráfica 17). En contraste, la producción manufacturera continuó presentando un desempeño menos dinámico, al tiempo que la minería se mantuvo en niveles particularmente bajos.

Gráfica 16
Indicadores de la Actividad Económica

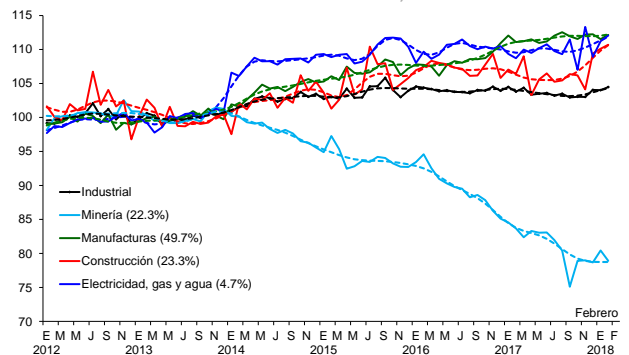
Índices 2013 = 100, a. e.



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

Gráfica 17
Actividad Industrial

Índices 2013 = 100, a. e.

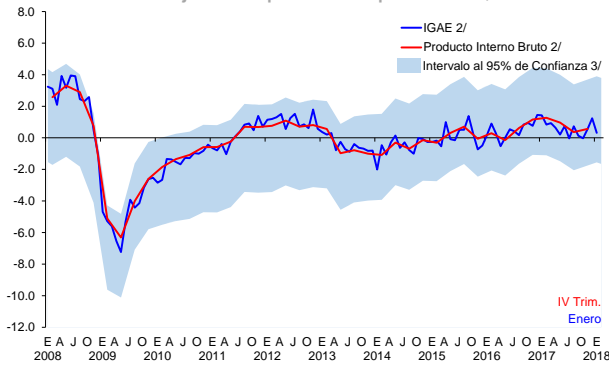


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Las cifras entre paréntesis corresponden a la participación de cada rubro en la Actividad Industrial en 2013.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, diversos indicadores de las condiciones de holgura en la economía, como la estimación de la brecha del producto que excluye el sector petrolero (Gráfica 18), sugieren que a finales de 2017 estas se mantuvieron estrechas.

Gráfica 18
Estimaciones de la Brecha del Producto
Excluyendo el Sector Petrolero^{1/}

Porcentajes del producto potencial, a. e.



1/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón. Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2017; cifras del IGAE a enero de 2018.

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

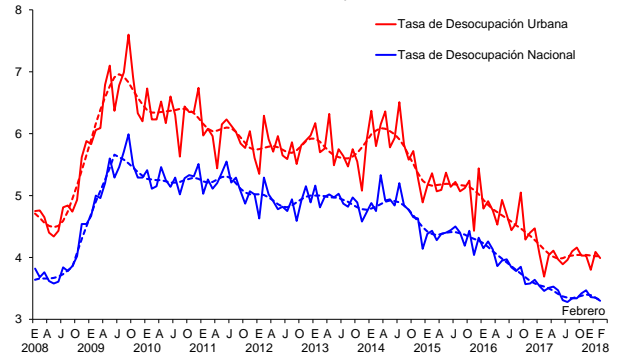
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

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

En particular, a finales de 2017 y principios de 2018 las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechas. En efecto, las tasas de desocupación nacional y urbana siguieron ubicándose en los niveles más bajos de los que se tiene registro desde que inició el levantamiento de la ENOE en 2005 (Gráfica 19). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria creciente. No obstante, como reflejo del hecho de que las remuneraciones han venido disminuyendo en términos reales, los costos de la mano de obra para la economía en su conjunto se redujeron en el último trimestre de 2017, manteniendo así una tendencia descendente (Gráfica 20).

Gráfica 19
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

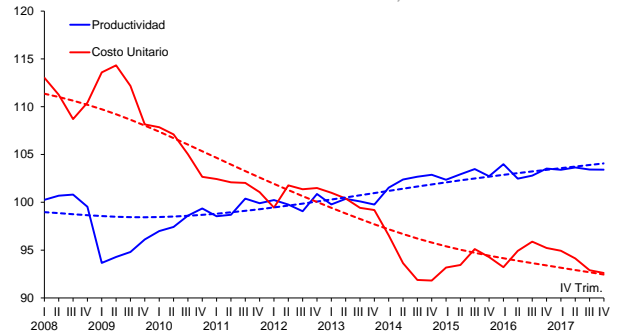


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 20
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}

Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

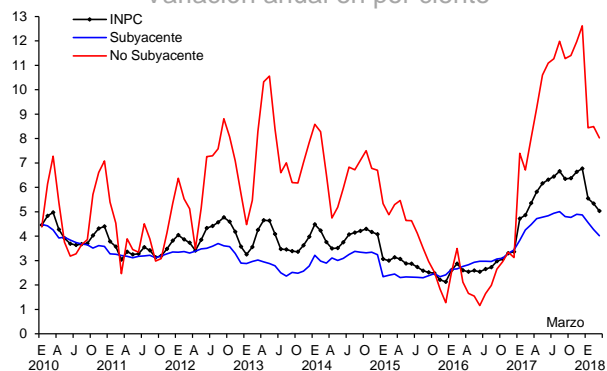
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En el primer bimestre de 2018, el financiamiento interno al sector privado no financiero mostró un repunte en su tasa de crecimiento real anual, en relación con lo observado en 2017. Esto reflejó el dinamismo del financiamiento a las empresas grandes, toda vez que el crédito a las pymes siguió creciendo a un ritmo moderado. Por su parte, el crédito a los hogares continuó expandiéndose a un ritmo lento, aunque pareciera haber interrumpido su desaceleración. Lo anterior se dio en un entorno de tasas de interés más elevadas e índices de morosidad que permanecen en niveles bajos y estables, con excepción a los de la cartera de crédito al consumo, los cuales continuaron aumentando en prácticamente todos sus segmentos. En este contexto, no se perciben presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual ha continuado exhibiendo una trayectoria a la baja, disminuyendo entre enero y marzo de 2018 de 5.55 a 5.04 por ciento. A este comportamiento han contribuido tanto la evolución del componente subyacente, como la del no subyacente (Gráfica 21 y Cuadro 1).

Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

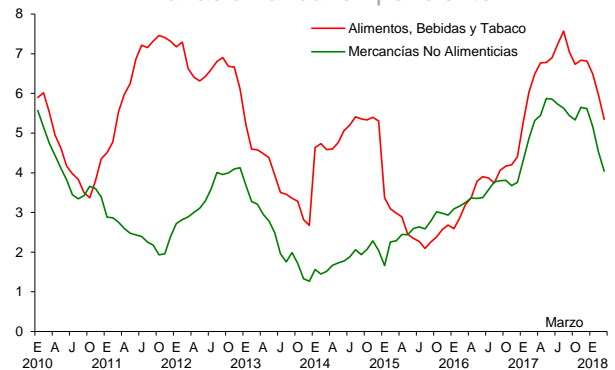


Fuente: Banco de México e INEGI.

En efecto, la inflación subyacente anual se redujo de 4.56 a 4.02 por ciento entre enero y marzo de 2018, como reflejo de las acciones de política monetaria y del desvanecimiento de los choques que la afectaron el año previo. En particular, los dos componentes del subíndice de precios de las mercancías —el de mercancías alimenticias y el de mercancías no alimenticias— exhiben una tendencia a la baja en su

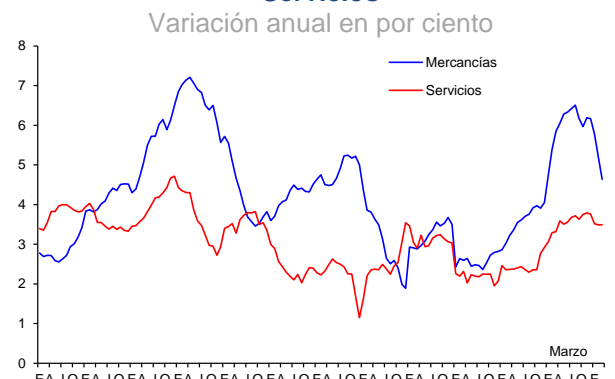
variación anual, lo cual puede asociarse al comportamiento que ha tenido el tipo de cambio en los meses recientes y al desvanecimiento de los efectos indirectos derivados de los aumentos en los precios de algunos energéticos que las afectaron durante 2017 (Gráfica 22). Por su parte, la tasa de variación anual del subíndice de precios de los servicios permaneció estable en alrededor de 3.50 por ciento en el periodo mencionado (Gráfica 23 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

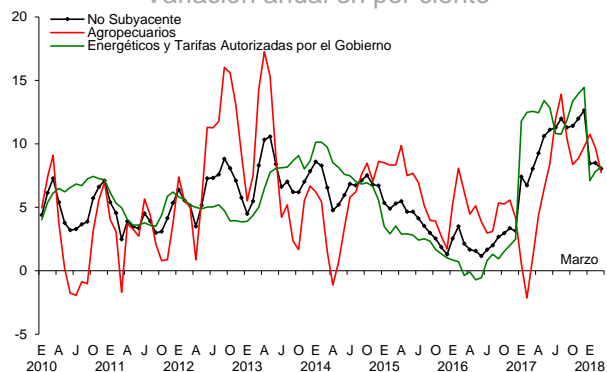
Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual también se redujo entre enero y marzo de 2018, al pasar de 8.44 a 8.03 por ciento. Al respecto, destacan las bajas en los precios de algunas frutas y verduras y en los del gas L.P., las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por los incrementos en los precios de las gasolinas y en los de algunos productos pecuarios (Gráfica 24 y Cuadro 1).

Gráfica 24
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado se ajustaron ligeramente entre enero y marzo, y sus trayectorias siguen siendo congruentes con un aumento temporal en la misma. En efecto, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 permaneció alrededor de 4.1 por ciento entre las encuestas de enero y marzo, mientras que la correspondiente para el cierre de 2019 se revisó de 3.52 a 3.60 por ciento en el mismo periodo. En contraste, la correspondiente para los próximos 12 meses (con referencia al mes de levantamiento de la encuesta) se ajustó a la baja de 4.02 a 3.85 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, la mediana correspondiente a las expectativas para el mediano y largo plazo se mantuvieron estables en alrededor de 3.5 por ciento. Por lo que respecta a las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas se ubicaron en niveles cercanos a 3.5 por ciento entre enero y marzo, al tiempo que la prima por riesgo inflacionario disminuyó alrededor de 20 puntos base en el mismo lapso.

La disminución que en los primeros tres meses de 2018 ha tenido la inflación ha sido congruente con la estimación que el Banco de México dio a conocer en el Informe Trimestral Octubre–Diciembre 2017. En este sentido, se prevé que el comportamiento que presente la inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria esté en línea con los pronósticos dados a conocer en dicho Informe. Así,

considerando el comportamiento reciente de la inflación, la evolución de sus determinantes, la postura de política monetaria actual y el horizonte en el que esta opera, se estima que la inflación general anual continúe disminuyendo, aproximándose a lo largo del año hacia el objetivo de 3.0 por ciento, alcanzándolo en el primer trimestre de 2019 y ubicándose cerca del objetivo durante el resto del año. Por lo que se refiere a la trayectoria esperada para la inflación subyacente, se prevé que esta siga descendiendo gradualmente y alcance niveles cercanos a 3.0 por ciento en el primer trimestre de 2019, para consolidar su convergencia a dicho nivel durante el resto de ese año. Las previsiones anteriores consideran un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018, en la medida en que no se repitan el tipo de choques que la afectaron el año anterior.

Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores destacan los siguientes. Al alza, que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros elementos, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, si bien su probabilidad se ha reducido recientemente, a condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales derivadas de las acciones de política monetaria en Estados Unidos o de otros factores, o a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018. También, que ocurran nuevos episodios de choques en los precios de los bienes agropecuarios. En este mismo sentido, que se presenten presiones al alza en los precios de algunos energéticos, ya sea por incrementos en sus referencias internacionales, o por ausencia de condiciones de competencia en algunos mercados. De igual forma, considerando que la economía no parece presentar condiciones de holgura, especialmente en el mercado laboral, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación. Entre los riesgos a la baja destacan que se aprecie la moneda nacional como consecuencia de un resultado favorable de las negociaciones en torno al TLCAN, o que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado. El balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza asociado a los riesgos descritos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre.

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

Concepto	Diciembre 2017	Enero 2018	Febrero 2018	Marzo 2018
INPC	6.77	5.55	5.34	5.04
Subyacente	4.87	4.56	4.27	4.02
Mercancías	6.17	5.78	5.18	4.64
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	6.50	5.97	5.35
Mercancías no Alimenticias	5.62	5.17	4.53	4.04
Servicios	3.76	3.52	3.49	3.49
Vivienda	2.65	2.62	2.55	2.54
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.69	4.83	4.84
Otros Servicios	4.63	4.09	4.06	4.07
No Subyacente	12.62	8.44	8.49	8.03
Agropecuarios	9.75	10.76	9.69	7.74
Frutas y Verduras	18.60	20.65	15.50	8.82
Pecuarios	4.50	5.14	6.49	7.12
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	14.44	7.10	7.81	8.19
Energéticos	17.69	7.00	8.16	8.85
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	7.31	7.08	6.85

Fuente: INEGI.

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

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

Todos los integrantes destacaron que en el cuarto trimestre de 2017 la economía mundial siguió expandiéndose de manera generalizada. La mayoría mencionó que la información disponible sugiere que en los primeros meses de 2018 la actividad económica en México continuó incrementándose, impulsada especialmente por el sector de servicios y cierta recuperación de la actividad industrial. En cuanto a la posición cíclica de la economía, esto es, las condiciones de holgura y su papel en la formación de precios, la mayoría consideró que estas se mantuvieron estrechas. Asimismo, destacó que la economía mexicana enfrenta factores de riesgo considerables, por lo que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Todos notaron que la inflación general anual continuó disminuyendo, al pasar de 5.55 por ciento en enero a 5.04 por ciento en marzo, reflejando reducciones tanto de la inflación subyacente, como de la no subyacente. La mayoría recalzó que se mantienen las previsiones de inflación dadas a conocer en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. Añadió que lo anterior supone un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018. Respecto del balance de riesgos para la inflación, la mayoría coincidió en que mantiene un sesgo al alza asociado a diversos riesgos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre.

Todos los miembros destacaron que la economía mundial siguió expandiéndose de manera generalizada en el último trimestre de 2017. Algunos señalaron que esta evolución se explica principalmente por el comportamiento de la inversión y el comercio internacional. Uno resaltó que las posturas de política monetaria aún acomodaticias de los principales bancos centrales y las medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos también han contribuido a la trayectoria de crecimiento de la economía mundial. Algunos resaltaron que los pronósticos de crecimiento de la economía mundial para 2018 y 2019 se han revisado al alza, si bien enfatizaron que el crecimiento esperado es aún moderado. Uno sostuvo que se ha hecho evidente que la economía mundial está transitando hacia un periodo de crecimiento más robusto y sincronizado, aunque ello también puede implicar mayor inflación en el futuro. La mayoría destacó la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento global en el

mediano y largo plazo. Entre ellos, identificó la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas más rápido de lo anticipado, la reciente adopción de medidas proteccionistas en diversas regiones del mundo, y la presencia de riesgos geopolíticos. Uno comentó que la probabilidad de que estos últimos ocurran parece haberse incrementado recientemente. En cuanto a la postura monetaria esperada, un miembro indicó el riesgo de que se observe una posible divergencia en el ritmo de normalización de la política monetaria entre Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas. Respecto al proteccionismo, algunos enfatizaron que este podría afectar el dinamismo del comercio, que ha sido uno de los motores de la actual recuperación global. Adicionalmente, uno destacó que, ante una intensificación de la postura proteccionista de Estados Unidos, algunas de las economías afectadas anunciaron la posible adopción de medidas en respuesta a esta, subrayando otras las recientes tensiones en materia comercial entre Estados Unidos y China. En este contexto, un miembro concluyó que los riesgos para el crecimiento mundial en el corto plazo parecen estar equilibrados, si bien algunos indicaron que en el mediano y largo plazo están sesgados a la baja.

La mayoría de los miembros apuntó que en Estados Unidos se espera que la actividad económica crezca a un ritmo sólido en lo que resta de este año y el siguiente. En este entorno, un miembro señaló que se anticipa que después de la moderación que presentó la demanda interna en el primer trimestre del año, esta muestre una recuperación. Así, la mayoría destacó que el consenso de los analistas espera que la actividad económica en Estados Unidos muestre una mayor expansión en lo que resta de 2018 y en 2019. Un miembro añadió que el crecimiento en estos años podría llegar a 2.9 y 2.7 por ciento, respectivamente, en ambos casos 20 puntos base por encima de lo esperado anteriormente. Algunos sostuvieron que el aumento en las expectativas de crecimiento se dio como consecuencia del estímulo fiscal aprobado en diciembre del año pasado. Uno de ellos añadió que se espera que tanto el aumento en el gasto público, como la reducción en la tasa impositiva, incidan de manera favorable en el corto plazo sobre el consumo, el ahorro, la inversión, y la creación de oportunidades laborales. Subrayó que las estimaciones de la brecha del producto en esta economía sugieren que esta operó por encima de su potencial durante 2017, y que se anticipa que la actividad económica opere por encima de su potencial durante los próximos años. La mayoría recalzó que se prevé una reducción en el ritmo de crecimiento en el mediano plazo, en la medida que se diluyan los efectos del estímulo fiscal y aumenten las tasas de interés en ese país. Un integrante señaló que han confluído diversos

elementos que han tornado las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos más inciertas y han comenzado a afectar los mercados financieros internacionales. En particular, mencionó que la recuperación económica ha transitado por un ciclo atípico y extendido en el que la tasa de desempleo ha alcanzado uno de los niveles más bajos de las últimas décadas y que los significativos recortes tributarios aprobados a finales del año pasado y el incremento en el presupuesto aprobado hace unos meses implican un importante estímulo fiscal, especialmente, en el presente y próximo año. Otro miembro notó que se prevén al menos dos riesgos para el crecimiento de Estados Unidos, destacando: i) una posible desaceleración del crecimiento a partir de 2021 una vez que los cambios fiscales empiecen a perder vigencia, en un contexto en el que esta economía ha crecido por encima de su potencial, y ii) un importante deterioro en las finanzas públicas, por un aumento significativo del déficit fiscal. Aclaró que, si bien no se ha observado que Estados Unidos haya enfrentado restricciones en el financiamiento externo, es posible que esta condición no sea ilimitada, especialmente, en un contexto de mayores presiones inflacionarias. Adicionalmente, apuntó que la ampliación del déficit público llevaría a un mayor déficit en la cuenta corriente, lo cual es contrario a los objetivos que ha expresado la administración actual.

Con respecto a la inflación en Estados Unidos, algunos integrantes indicaron que esta se ha mantenido en niveles inferiores a la meta de la Reserva Federal, aunque ha mostrado una tendencia creciente. Uno de ellos argumentó que la inflación se ha mantenido en niveles bajos en parte debido a factores transitorios que se revertirán en los próximos meses, pero también por efectos de mayor persistencia y de difícil identificación como aquellos asociados al cambio tecnológico y a las condiciones de holgura en la economía. La mayoría de los miembros destacó que el mercado laboral continuó fortaleciéndose y que la tasa de desempleo ha alcanzado uno de los niveles más bajos de las últimas décadas. En este entorno, recalzó que recientemente se han registrado mayores incrementos salariales, sobre todo en la nómina no agrícola. Así, uno señaló que las expectativas de inflación, tanto de analistas como las implícitas en los mercados financieros, han comenzado a aumentar. Otro detalló que se espera que la inflación del índice de precios al consumidor subyacente se sitúe alrededor de 2 por ciento en 2018, y que se espera que el deflactor del gasto en consumo subyacente se sitúe ligeramente por encima de 2 por ciento en el año 2020. Algunos miembros argumentaron que, de mantenerse o de acentuarse el alto dinamismo en el mercado laboral dadas las medidas de estímulo fiscal, se provocarían reducciones adicionales de los niveles de holgura en esa economía, propiciando el

surgimiento de presiones adicionales sobre los salarios y los precios. En este contexto, uno de ellos puntualizó que la teoría económica indicaría que en una economía en pleno empleo como la de ese país, una política fiscal expansiva debería tener un impacto moderado sobre la actividad económica y dar lugar a mayores presiones inflacionarias. Asimismo, otro comentó que no puede descartarse la posibilidad de incrementos de los precios internos derivados de mayores aranceles a las importaciones provenientes de China y otros países. Finalmente, uno enfatizó que, en este contexto, la perspectiva para la inflación en Estados Unidos se ha tornado más incierta y con un posible sesgo al alza.

En este contexto, la mayoría mencionó que en su reunión de marzo la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base la tasa de Fondos Federales a un rango de 1.5 a 1.75 por ciento, como era anticipado. Además, notó que dicho Instituto Central indicó que la perspectiva económica se ha fortalecido y que anticipa que la inflación se incremente este año y se estabilice alrededor de su objetivo en el mediano plazo. Algunos miembros subrayaron que las previsiones de inflación general y subyacente del Comité Federal de Mercado Abierto se mantuvieron prácticamente sin cambio, y uno de ellos destacó que dicho Comité revisó al alza los pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019, mientras que redujo sus previsiones para la tasa de desempleo para este y los próximos 2 años. Adicionalmente, la mayoría indicó que la mediana de los pronósticos de la Reserva Federal respecto de la trayectoria esperada de la tasa de fondos federales sigue sugiriendo que esa tasa experimentará dos aumentos adicionales de 25 puntos base a lo largo de este año. Un miembro indicó que los pronósticos de dicha tasa correspondientes a 2019 y 2020 se incrementaron a 2.9 y 3.4 por ciento, respectivamente. En este contexto, algunos comentaron que todavía se espera que el proceso de retiro del estímulo monetario en Estados Unidos sea gradual. Uno de ellos añadió que una característica relevante de este proceso es que las proyecciones para las tasas de interés de largo plazo en ese país muestran niveles históricamente reducidos. Sin embargo, algunos miembros argumentaron que, dadas las condiciones de baja holgura en el mercado laboral, el riesgo de una normalización monetaria en Estados Unidos más rápida de lo previsto no se ha disipado. En este contexto, uno recalzó que recientemente han aumentado las tasas de interés de los bonos del Tesoro, tanto de corto como de largo plazo. Especificó que de principios de septiembre a la fecha, las tasas de interés de los bonos a 2 años se han incrementado en más de 100 puntos base, mientras que las de los bonos a 10 años lo hicieron en casi 75 puntos base, lo cual ha llevado a un aplanamiento de la curva de rendimientos. Aseveró que ante la

perspectiva a principios de febrero de mayores tasas de interés, los índices accionarios mostraron un ajuste a la baja y registraron un importante incremento en su volatilidad implícita.

La mayoría destacó el fortalecimiento que han presentado otras economías avanzadas, así como el incremento que han tenido sus pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019. Uno especificó que prevé que, durante el presente año, las economías avanzadas crezcan a un ritmo de alrededor de 2.5 por ciento. Dicho miembro argumentó que, si bien los indicadores de la zona del euro sugieren cierta moderación de su crecimiento en el primer trimestre del año, así como de la inflación en febrero, las revisiones al alza de las perspectivas del crecimiento económico para la zona del euro y Japón, al igual que lo hicieron otros miembros. Otro señaló que este entorno de mejores perspectivas para la zona del euro y Japón ha contribuido a la apreciación de sus monedas. En este sentido, la mayoría señaló que la holgura en las economías avanzadas se ha venido reduciendo y ha propiciado un aumento gradual de los salarios. Algunos indicaron que el desempleo en estas economías ha alcanzado niveles claramente inferiores a sus tasas naturales. Otros señalaron también que la mayoría de las economías avanzadas ha mostrado un crecimiento del producto superior al potencial. Uno comentó que una vez cerrada la brecha con respecto a su nivel potencial, lo que se estima podría ocurrir hacia finales de este año, el crecimiento del PIB de dichos países en el mediano plazo podría caer. Señaló que la caída podría incluso llevarlos por debajo de los niveles pre-crisis de 2008, dado el ritmo acelerado del envejecimiento de la población, el bajo crecimiento de la productividad, y el fin del ciclo económico expansivo. Respecto de la inflación, la mayoría mencionó que en este contexto de mayor crecimiento, esta ha mostrado un aumento gradual. Uno sostuvo que el alza de los precios de la energía también ha contribuido a dicho incremento. No obstante, la mayoría apuntó que la inflación aún se ubica por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales, indicando uno que se anticipa que esta converja gradualmente a su meta.

Algunos miembros destacaron que en los bancos centrales de otras economías avanzadas se han mantenido posturas acomodaticias. Un miembro comentó que en su última decisión de política monetaria, el Banco Central Europeo mantuvo su tasa de referencia sin cambio y modificó el lenguaje de su comunicado, siendo consistente con la expectativa del mercado de que finalizará el programa de compra de activos a finales de este año y que comenzará con la normalización gradual de la tasa de referencia en 2019. Añadió que el Banco de Inglaterra dejó sin cambio su tasa de referencia, y que se prevé que el Banco de Japón mantenga su

postura de laxitud monetaria en los próximos meses. Otro integrante indicó que, en vista de las posiciones cíclicas de las economías avanzadas y la mejora tanto observada como esperada en el logro de los objetivos de inflación de sus respectivos bancos centrales, continúa anticipándose que estos normalicen sus posturas de política monetaria, si bien a un ritmo más gradual que Estados Unidos. Sin embargo, uno señaló que para 2018 parece factible que continúe la postura monetaria acomodaticia de las economías avanzadas, con excepción de Estados Unidos. En este contexto, uno apuntó que se espera que el proceso de retiro monetario en estas economías sea ordenado y gradual, y que las tasas de interés se sitúen en niveles históricamente bajos en el largo plazo, situación congruente con un escenario de crecimiento moderado bajo.

Un miembro mencionó que, así como en la mayoría de los países avanzados, las condiciones en los mercados laborales de las economías emergentes se han estrechado de manera importante. Otro apuntó que se espera que el crecimiento en las economías emergentes tenga un fortalecimiento adicional. En este sentido, uno detalló que para 2018 se anticipa que las economías emergentes crezcan alrededor de 4.9 por ciento. En particular, señaló que Asia seguirá siendo el principal motor de crecimiento económico global seguido por las economías emergentes de Europa del Este y Latinoamérica. Respecto de la inflación de las economías emergentes, añadió que en la mayoría de los países se mantuvo en niveles bajos.

Algunos miembros destacaron que el entorno descrito ha propiciado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, y algunos episodios de aversión al riesgo. Uno de ellos advirtió que en los últimos meses se ha observado una recomposición de portafolios y menor apetito por activos de economías emergentes. También indicó que se ha registrado un mal desempeño de los mercados de deuda corporativa y una apreciación del dólar estadounidense y del yen —que suelen actuar como divisas de refugio— que puede, además, propiciar episodios de volatilidad en las monedas de las economías emergentes. Otro miembro señaló que la incertidumbre en cuanto a las expectativas de la economía estadounidense ha comenzado a afectar a los mercados financieros internacionales. En este sentido, argumentó que la combinación de una expectativa de recorte tributario y el compromiso de gradualidad en el alza de tasas de interés propició una mayor búsqueda de rendimientos, aumentos en la valuación de activos —en particular, en los índices accionarios— e importantes flujos de capital a economías emergentes. La mayoría alertó que en este entorno, persiste el riesgo para los mercados financieros de una normalización de la postura

monetaria de Estados Unidos menos gradual y tasas de interés externas más elevadas, lo cual pudiera propiciar un ajuste desordenado en los mercados financieros, con claras repercusiones para las economías emergentes. Algunos advirtieron que todavía se observa una sobrevaluación de algunos activos de mayor riesgo. Un miembro comentó que, ante la ausencia de precedentes históricos, es difícil prever el impacto real que tendría una normalización más acelerada de la Reserva Federal sobre los mercados financieros en Estados Unidos y en el resto del mundo. Asimismo, algunos mencionaron que la implementación de medidas proteccionistas o la materialización de riesgos geopolíticos podrían también propiciar afectaciones considerables en los mercados financieros. Uno de ellos concluyó que un entorno de volatilidad y apretamiento de las condiciones financieras globales podría exacerbar algunas vulnerabilidades de consideración todavía presentes en economías emergentes, mismas que en semanas recientes han visto menos entradas de capital y un desempeño negativo de los precios de sus activos.

La mayoría de los miembros sostuvo que la información disponible sugiere que en los primeros meses de 2018 la actividad económica en México continuó incrementándose, impulsada especialmente por el sector de servicios y cierta recuperación de la actividad industrial. Añadió que las exportaciones siguieron presentando una trayectoria positiva, si bien un miembro señaló que en algunos rubros, en el margen, estas han registrado una desaceleración. Algunos notaron que estas fueron impulsadas por un tipo de cambio competitivo. Uno de ellos mencionó que también ha influido en su evolución la mayor demanda de Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, la mayoría destacó que el consumo privado continuó expandiéndose, si bien a un menor ritmo, en tanto que hacia finales de 2017 y principios de 2018 se presentó un aumento en la inversión. También recalcó que esta fue impulsada principalmente por la reconstrucción posterior a los sismos de septiembre y por algunos proyectos de infraestructura pública. Uno añadió que también se ha observado un aumento del gasto en maquinaria y equipo.

En cuanto a las previsiones para el crecimiento económico del país, la mayoría coincidió en que se espera que la actividad continúe expandiéndose en los próximos meses, registrando este año y el siguiente, tasas de crecimiento mayores a lo observado en 2017. Esto, señalaron algunos, mantendría la brecha del producto en niveles cercanos a cero, recordando uno de ellos que la lectura de la brecha del producto, con un intervalo amplio, está arriba de cero y que, bajo estas previsiones, probablemente irá convergiendo a cero,

en un contexto en el que el promedio de crecimiento de la economía mexicana del año 2001 al presente, excluyendo los años 2009 y 2010, es de 2.4 por ciento. La mayoría advirtió que la economía mexicana enfrenta factores de riesgo considerables, por lo que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Entre los principales riesgos a la baja, destacó un proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos menos gradual de lo previsto, la incertidumbre sobre la renegociación del TLCAN y el futuro de la relación bilateral con Estados Unidos, la adopción de políticas comerciales proteccionistas, las posibles afectaciones por la materialización de riesgos geopolíticos, y la incertidumbre interna asociada al proceso electoral en México. Un miembro también mencionó que un proceso de normalización más acelerado detonaría una serie de ajustes en los portafolios de inversionistas internacionales, los cuales, además de generar episodios de volatilidad financiera, podrían afectar los flujos de capital hacia economías emergentes como la nuestra, y también podrían tener efectos adversos sobre algunos intermediarios financieros e inclusive sobre empresas privadas no financieras. En cuanto al TLCAN, aunque algunos reconocieron que recientemente se han observado expectativas más favorables con relación a su renegociación, uno de ellos señaló que la cancelación de dicho tratado, si bien es el escenario menos probable, de materializarse representaría un mensaje negativo para los inversionistas, por lo que la confianza de estos en la economía nacional podría disminuir. Esto último, continuó, podría traducirse en una menor inversión física y un menor acceso de México a recursos financieros del exterior. Mencionó que a pesar de ello, el efecto podría ser en su caso acotado, ya que cabe recordar que en la actualidad el 44 por ciento de las exportaciones de México hacia Estados Unidos se realizan fuera del marco del TLCAN. Puntualizó que la economía mexicana ha mostrado ser flexible para adaptarse a situaciones adversas, y la proximidad geográfica y la complementariedad de las cadenas de producción continuarían haciendo evidente el vínculo sólido entre ambas economías, al menos en el corto y mediano plazo. Algunos miembros notaron que la reforma fiscal de Estados Unidos también representa un riesgo para el crecimiento en México. Uno de ellos destacó que los análisis recientes indican que en el corto plazo no se espera un impacto significativo en las decisiones de inversión entre México y Estados Unidos. Puntualizó que la tasa estatutaria promedio para las empresas en Estados Unidos sería de 27 por ciento, resultando en un diferencial más pequeño que el originalmente estimado, por lo que en principio factores como la posición geográfica y los costos salariales, entre otros, constituyen elementos que implican mayor competitividad en nuestro país como destino de

inversiones. Además, apuntó que a mediano y largo plazo, un efecto que puede apoyar la decisiones de inversión extranjera es la implementación exitosa de cinco zonas económicas especiales en México, las cuales estarán exentas de impuestos los primeros 10 años.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la mayoría de los miembros comentó que estas se mantuvieron estrechas. Uno advirtió que esto podría dificultar la reducción de la inflación a su meta. Otro notó que, si bien las condiciones cíclicas de la economía sugieren que no existe holgura, en el margen estas parecieran estarse relajando. La mayoría consideró que es fundamental evaluar de manera más profunda y precisa el comportamiento del mercado laboral y las condiciones de holgura en la economía. Al respecto, uno apuntó que el esfuerzo que se ha hecho en materia de complementar el análisis de la brecha del producto con una serie de indicadores cíclicos es muy valioso, si bien agregó que hay margen para tratar de mejorar el análisis de esos indicadores. Además, señaló que la lectura precisa de la posición cíclica es compleja, lo cual, en su opinión, se ilustra con la situación en el mercado laboral. Puntualizó que le preocupa que el análisis derivado de la tasa de desempleo, que se ubica claramente por debajo de su nivel estimado en el largo plazo y de los niveles mínimos observados antes de la crisis financiera global, indicaría que la tasa de desocupación es menor a su tasa natural, lo cual se traslada a los indicadores cíclicos. Sin embargo, añadió que estimaciones alternativas de la tasa de desempleo, como aquellas que consideran también a los trabajadores subocupados o a los que no están empleados pero que buscaron trabajo en el pasado reciente, arrojan cifras similares a las registradas antes de dicha crisis. Adicionalmente, notó que el descenso de la tasa de desempleo ha venido acompañado de una disminución de la participación laboral, y que, al ajustar la tasa de desocupación por la menor participación laboral, se obtienen resultados que no son estadísticamente diferentes de su nivel de largo plazo. En este contexto indicó que no se han observado presiones salariales excesivas y que el índice de costos laborales unitarios para la economía en su conjunto continúa disminuyendo, lo cual contrasta con lo que sugeriría la definición tradicional de la tasa de desempleo. También aclaró que la caída de la tasa de desempleo se ha frenado en los últimos meses. No obstante, añadió que, a su juicio, aunque la tasa de desocupación no parece reflejar con precisión la situación del mercado laboral, el conjunto de indicadores disponibles sugiere condiciones apretadas en dicho mercado y la brecha del producto se estima en niveles que no son estadísticamente diferentes de cero. Lo anterior, consideró, hace indispensable utilizar indicadores alternativos de la

tasa de desempleo que den un panorama más amplio y continuar dando un seguimiento cuidadoso a la holgura en la economía, ya que existe el riesgo del surgimiento de presiones salariales y de demanda. En este contexto, otro miembro argumentó que, si bien la lectura del ciclo es importante, esta no debe basarse en exceso en la brecha de producto, ya que es una variable latente, no observable y difícil de medir. Especificó que por ello, el Banco de México ha hecho un enorme esfuerzo al tratar de detectar las condiciones de holgura en la economía con base en un muy amplio espectro de indicadores de consumo, de la actividad económica agregada, del mercado laboral, y de los determinantes de la demanda por crédito. Estos confirman la lectura de la brecha del producto, es decir, que no hay holgura en la economía. Así, comentó que ya se tiene más información para hacer un análisis un poco más preciso. Respecto de la holgura del mercado laboral, señaló que no únicamente es un indicador el que muestra la ausencia de holgura, sino que son muchos, y todos apuntan a la misma dirección. Respecto a los ejercicios contrafactuales de holgura del mercado laboral que consideran distintos niveles de la tasa de participación, sostuvo que estos no corresponden con la participación laboral ni con la tasa de desocupación medidas. Mencionó que, aun considerando posibles errores en la medición, la tasa de desocupación muestra que ya no hay holgura en el mercado laboral. También enfatizó que el tema de la productividad es importante en este contexto salarial reciente, ya que cuando la productividad crece, ello otorga mayor flexibilidad en caso de que se estrechen las condiciones del mercado laboral. En este sentido, señaló que al analizar la productividad total factorial u otros indicadores en México, se puede decir que existe en el país un problema de baja productividad, restando flexibilidad a la economía en un entorno en el cual las condiciones laborales están estrechas. Detalló que otro elemento a considerar respecto a los salarios, es el tipo de empleos que se están creando, los cuales son empleos de menores salarios en términos agregados. Al respecto, apuntó que esto tiene un mapeo de las condiciones del mercado laboral hacia los salarios nominales y, por lo tanto, a la velocidad a la que la inflación está convergiendo. Añadió que, ante la ocurrencia de un choque al ingreso permanente, como el que experimentó México, un mecanismo de ajuste natural de la economía es una reducción en los salarios reales. En este sentido, ahondó en que puede haber presiones sobre los salarios nominales provenientes de las condiciones cíclicas de la economía congruentes con una caída en los salarios reales, lo que conduciría a una velocidad de ajuste de la inflación hacia la meta más lenta, si la política monetaria no estuviera actuando efectivamente. Comentó que en el caso de México existe información de las condiciones en el mercado laboral,

las condiciones de holgura, la estructura de los trabajos que se están creando y las cifras de productividad, y que esta información ha sido muy relevante para las decisiones de política monetaria. Otro miembro insistió en que está de acuerdo en que existe la posibilidad de que no haya holgura en el mercado laboral. No obstante, ahondó en que si se toma la brecha de desempleo con base en la tasa de desocupación, esta se encuentra cerca de un punto porcentual por debajo de la tasa natural de desempleo, lo cual debería traducirse en aumentos salariales mayores a los observados, y en general en presiones de demanda en la economía que en la actualidad no son evidentes. Notó que, por otro lado, al considerar definiciones más amplias de la tasa de desempleo, esta se ubica alrededor de su nivel natural. Sugirió que al momento de considerar la brecha de desempleo se tomen en cuenta estimaciones adicionales que permitan tener un panorama más completo. En este sentido, agregó que resulta fundamental tener una explicación de los motivos por los que ha caído la tasa de participación, ya que ello tiene implicaciones para la tasa natural de desempleo y para la posibilidad de que se presenten presiones salariales. En este contexto, otro miembro concluyó que es necesario evaluar de manera precisa el comportamiento del mercado laboral a fin de poder identificar cabalmente su papel en la formación de precios.

Respecto de la inflación general, todos los miembros coincidieron en que esta continuó disminuyendo, al pasar de 5.55 por ciento en enero a 5.04 por ciento en marzo, reflejando reducciones tanto de la inflación subyacente, como de la no subyacente. La mayoría enfatizó que la reducción de la inflación general ha sido congruente con la previsión que este Instituto Central dio a conocer en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017, destacando que esta fue incluso ligeramente más pronunciada que lo previsto. Uno opinó que tanto la inflación general, como la subyacente, muestran una clara tendencia a la baja, y atribuyó dicha tendencia tanto a un efecto aritmético como a las acciones de política monetaria que se han implementado. Otro señaló que, además de los factores anteriores, también han jugado un papel en esta disminución tanto la reciente apreciación del tipo de cambio, como la evolución favorable de los precios de productos agrícolas. Destacó que la inflación general registró su menor cifra desde febrero de 2017, y mencionó que los indicadores de inflación más vinculados al ciclo económico también registraron una reducción. La mayoría señaló que la inflación subyacente disminuyó de 4.56 a 4.02 por ciento de enero a marzo. Uno detalló que dicha disminución se explica principalmente por una reducción en la inflación de mercancías, ya que la de los servicios se ha mantenido constante durante febrero y marzo. Por su

parte, la mayoría recalcó que la disminución en la no subyacente, que pasó de 8.44 a 8.03 por ciento en el mismo periodo, fue resultado, en buena medida, de reducciones en los precios de las frutas, verduras y del gas L.P., las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por incrementos en los precios de la gasolina y de algunos productos pecuarios. En este sentido, un miembro consideró que la inflación no subyacente se mantiene en niveles elevados y ha registrado algunas presiones adicionales. Así, un miembro comentó que, si bien los resultados de la inflación son favorables, parece prematuro concluir que el proceso de disminución de la misma ya está consolidado.

La mayoría enfatizó que las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 se mantuvieron prácticamente sin cambios, a la vez que las de mediano y largo plazo permanecieron alrededor de 3.50 por ciento. No obstante lo anterior, algunos mencionaron que las expectativas basadas en encuestas para el cierre de 2018 y 2019 superan a las proyecciones del Banco de México, y la mayoría coincidió en que, si bien las expectativas de largo plazo se han mantenido estables, se encuentran por encima de la meta de 3.0 por ciento. Un miembro agregó que el descenso de los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales sugiere la percepción en los mercados de menores riesgos para la inflación en el mediano y largo plazos.

Algunos integrantes destacaron que hacia adelante, el comportamiento que se anticipa presente la inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria sigue estando en línea con los pronósticos dados a conocer en el último Informe Trimestral, por lo que las previsiones se mantienen. Un integrante notó que, desde la última reunión de política monetaria, los pronósticos para 2018 de la inflación general anual se ajustaron ligeramente a la baja. Otro sostuvo que los pronósticos más recientes para horizontes mayores a un año se mantienen en línea con la trayectoria convergente de la inflación hacia la meta de los pronósticos previos. Adicionalmente, uno señaló que los pronósticos para la inflación subyacente se modificaron ligeramente a la baja durante 2018, mientras que las previsiones para la inflación no subyacente anual se ajustaron al alza durante el horizonte de pronóstico, debido fundamentalmente a una revisión al alza en los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas, ya que en el corto plazo se prevé que dichos precios y los de los pecuarios se mantengan más elevados. Agregó que, considerando el comportamiento reciente de la inflación, la evolución que se anticipa en sus determinantes, así como la postura de política monetaria actual y el horizonte en el que esta opera, se prevé que la inflación general

continúe disminuyendo. La mayoría anticipa que la inflación converja al objetivo en el primer trimestre de 2019, y uno añadió que se espera que esta se ubique cerca de dicho nivel el resto de 2019. La mayoría sostuvo que esta previsión considera un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018, en la medida que no se repitan el tipo de choques que la afectaron el año anterior. Uno apuntó que también supone una continuidad en la consolidación fiscal y la reducción de la deuda pública como proporción del PIB. Otro comentó que, no obstante, persisten factores de riesgo que podrían afectar a la inflación y retrasar la trayectoria de desinflación prevista, así como la convergencia a la meta.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno con un alto grado de incertidumbre. Algunos resaltaron que dicho sesgo es menos pronunciado respecto de la decisión de política monetaria previa, y uno de ellos comentó que esto se debe principalmente a expectativas más optimistas sobre la renegociación del TLCAN. Por su parte, otro opinó que el balance de riesgos para la inflación es incierto. Como riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros elementos, a i) una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN—si bien opina que su probabilidad se ha reducido recientemente—, ii) a condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales—derivadas de las acciones de política monetaria de Estados Unidos, en caso de que se presente una sorpresa inflacionaria o de otros factores—, o iii) a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018, añadiendo algunos también la relacionada con el proceso post-electoral. Un miembro opinó que la posible trayectoria del tipo de cambio continúa siendo el principal riesgo para la inflación. Otro mencionó como riesgo adicional la posibilidad de que se generalice un escenario de guerra comercial o de que se presente algún conflicto geopolítico a nivel internacional. Asimismo, alertó sobre la vulnerabilidad fiscal que se presenta actualmente en México, dado que el ajuste se ha dado basado en reducciones de la inversión pública. Otro señaló que el comportamiento de los componentes de la inflación no subyacente suele ser altamente volátil e incierto, por lo que no es posible descartar presiones de este origen. Al respecto, algunos destacaron, entre estos riesgos, episodios adicionales de choques en los precios de los bienes agropecuarios o que se presenten presiones al alza en los precios de algunos energéticos, ya sea por incrementos en sus referencias internacionales, o por ausencia de

condiciones de competencia en algunos mercados. Uno expuso el riesgo de que para 2019, derivado del cambio de administración, se podrían observar cambios en la política de determinación de tarifas autorizadas por el gobierno como, por ejemplo, una posible modificación en la política de suavizamiento de los precios de las gasolinas, que pudiera llevar a una mayor volatilidad y a una estacionalidad distinta en la inflación. Otro recalcó que no pueden descartarse presiones derivadas de la evolución de la demanda agregada. En el mismo sentido, algunos notaron que tomando en cuenta que la economía no parece presentar condiciones de holgura, especialmente en el mercado laboral, se dará especial seguimiento a la evolución de los costos unitarios de la mano de obra, que podría presionar a la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja, algunos mencionaron la posibilidad de que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado y de que la moneda nacional podría apreciarse en caso de que el resultado de las negociaciones del TLCAN sea favorable.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, la mayoría señaló que la cotización del peso ha presentado una apreciación adicional desde la última decisión de política monetaria, continuando con la apreciación que ha registrado desde inicios del año. Algunos destacaron que el mercado cambiario ha tenido un comportamiento ordenado e, incluso, apuntaron que el peso mexicano es una de las divisas de economías emergentes con mejor desempeño en lo que va de 2018. No obstante, uno de ellos aclaró que si se observa el comportamiento del peso desde una perspectiva de mayor plazo, este ha tenido una evolución menos favorable. Algunos miembros indicaron que la apreciación que ha registrado la moneda nacional es consecuencia tanto de la percepción de un panorama más favorable en torno a la renegociación del TLCAN, como de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, entre otros factores. Respecto de las tasas de interés en moneda nacional, algunos consideraron que el aumento de la tasa de interés de referencia de febrero se ha visto reflejado en incrementos en las tasas de interés de corto plazo, y ha contribuido a disminuciones en las de mediano y largo plazo. Un miembro notó que, en este entorno, los diferenciales de tasas de interés de largo plazo respecto a Estados Unidos se han reducido significativamente. La mayoría mencionó, no obstante, que hacia adelante persisten riesgos para la evolución de los mercados financieros nacionales y, en particular, para el peso mexicano, resaltando dentro de ellos un resultado desfavorable del proceso de renegociación del TLCAN, un proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos más acelerado de lo previsto, e incertidumbre asociada al proceso electoral en México. Uno añadió

el escalamiento de medidas proteccionistas y el cambio de administración en México, mientras que otro agregó la reforma fiscal aprobada en Estados Unidos. Un miembro detalló que el riesgo de volatilidad cambiaria asociada al proceso electoral se dará con independencia del resultado de la elección.

Algunos miembros apuntaron que las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, aunadas al cumplimiento de las metas fiscales en 2017 y al compromiso de hacerlo en 2018, así como la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en una posición más favorable para enfrentar posibles escenarios adversos. Uno destacó que la respuesta de política económica, tanto por el lado fiscal, como por el monetario, se ha reflejado en una mejoría de las cifras de la cuenta corriente. Algunos miembros señalaron que el principal choque negativo que ha afectado a la economía mexicana en los últimos años ha sido al financiamiento externo y que este ha propiciado una depreciación del tipo de cambio real. Uno de ellos destacó que la demanda agregada se ha venido ajustando a este importante cambio de precios relativos y a un entorno de tasas de interés reales más elevadas. Otro recalcó que este es un choque al ingreso permanente o al crecimiento potencial. Detalló que, en este entorno, la respuesta de política macroeconómica adecuada debería conducir a que el crecimiento de la demanda agregada se alinee a la menor disponibilidad de financiamiento, a través de ajustes de la política fiscal y monetaria. Subrayó que, en este sentido, el reto más importante es cómo propiciar este ajuste de manera ordenada y con los menores costos para la economía. Profundizó que, ante la ocurrencia de choques como el descrito, un mecanismo de ajuste de la economía es una reducción en los salarios reales. Enfatizó que este es un canal que la política monetaria precisamente trata de evitar. Argumentó que ante cualquier choque, sobre todo uno a las tasas de interés reales o al tipo de cambio real, una consolidación fiscal es el mecanismo de ajuste menos costoso para la economía respecto a uno basado en ajustar la política monetaria. Por otra parte, sostuvo que la respuesta de política macroeconómica implementada por las autoridades en los últimos años ha tenido que ser de una magnitud considerable dados los choques de naturaleza externa que han afectado a la economía, en combinación con otros choques internos, como el del incremento de los precios de la gasolina, aunados a la posición cíclica de la economía. Afirmó que bajo condiciones de holgura menos estrechas, el ajuste macroeconómico ante los choques externos e internos que han afectado a la economía mexicana hubiera sido menor. En cuanto a las perspectivas

para la economía, algunos señalaron que se prevé que esta seguirá enfrentando un panorama complejo, lo que hace particularmente relevante que, además de mantener una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, y que las autoridades correspondientes consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Al respecto, uno consideró que actualmente la posición fiscal en México es vulnerable porque la consolidación fiscal que se ha dado en los últimos años ha sido, principalmente, a través de una reducción de la inversión pública, lo que en su opinión es insostenible. Comentó que a pesar de que la consolidación fiscal es un mecanismo de ajuste menos costoso para la economía, considera poco probable que hacia adelante haya espacio para ajustar la postura fiscal. Por otra parte, otro miembro indicó que, si bien el sistema financiero mexicano muestra resiliencia frente a diversos escenarios de estrés, incluyendo una salida súbita de capitales, la materialización de una mayor volatilidad financiera y una menor entrada de flujos de capital podría tener efectos adversos sobre algunos intermediarios financieros e inclusive sobre empresas privadas no financieras. Uno comentó que una postura macroeconómica adecuada contribuirá a reducir la probabilidad de hacer frente a ajustes abruptos en los portafolios de inversión o salidas de capital.

La mayoría de los integrantes apuntó que las acciones de política monetaria han permitido que la inflación continúe registrando una tendencia descendente y han evitado que se presenten efectos de segundo orden de los choques que han incidido sobre los precios. Asimismo, destacó que la postura de política monetaria actual es congruente con el anclaje de las expectativas de inflación, así como con una tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta. Uno agregó que, considerando la posición cíclica en la que se encuentra la economía y, en particular, que esta no muestra holgura, así como los niveles en los que aún se encuentra la inflación, es importante que la postura monetaria siga contribuyendo a que no se contamine el proceso de formación de precios en la economía y que las expectativas de inflación converjan a su meta. Otro integrante mencionó que el ajuste de 450 puntos base a la tasa de referencia desde diciembre de 2015, y el hecho de que esta se ubique ligeramente por encima de la banda de estimación de la tasa de interés neutral, son adecuados en un entorno en el cual la economía enfrenta todavía la perspectiva de una brecha del producto cercana a cero, un balance de riesgos al alza para la inflación y sus expectativas en el largo plazo por encima de la meta. En este sentido, uno agregó que la política monetaria ha actuado no solo preventivamente, sino en respuesta al choque de financiamiento al que se vio sujeta la

economía, en un contexto donde no hay holgura y ante la necesidad de dar credibilidad a la convergencia de la inflación a su meta y al momento en que se daría dicha convergencia. Por su parte, algunos miembros recalcaron que la lectura de la posición del ciclo ha sido un elemento fundamental para explicar las acciones de política monetaria que ha llevado a cabo el Banco de México. Uno de ellos señaló que, dada la posición cíclica en la que se encuentra la economía y al no presentar holgura, los choques de oferta pueden tener efectos de segundo orden más complicados que en una situación en la cual efectivamente exista holgura. Opinó que si hubiera holgura en la economía, la respuesta de política monetaria implementada por el Banco de México hubiera sido diferente.

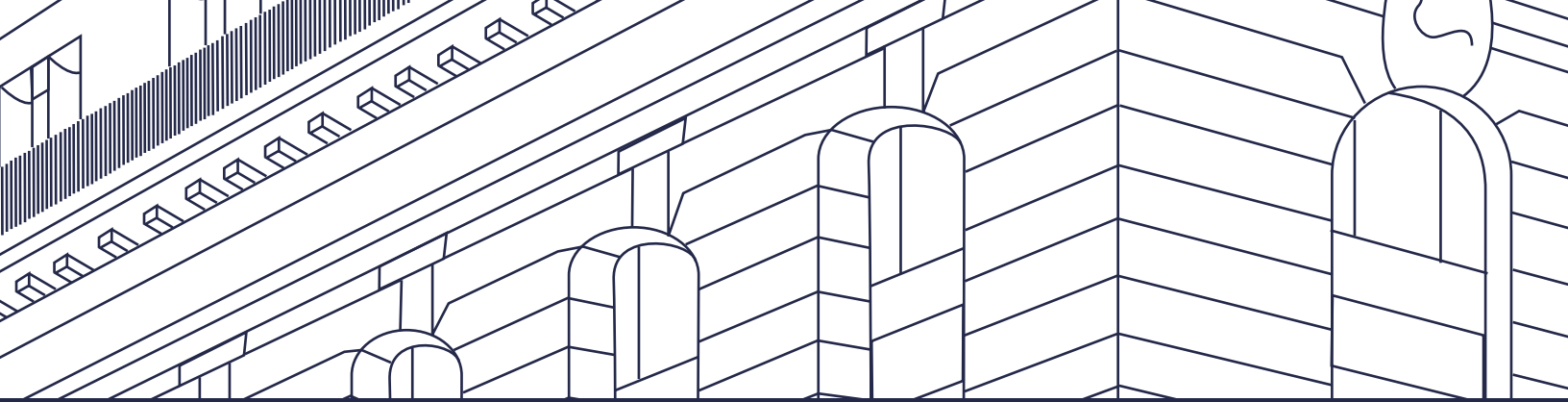
Otro miembro subrayó que aunque los riesgos para la inflación se han aminorado, estos no han desaparecido, y que los niveles de incertidumbre que enfrenta la política monetaria actualmente son mayores a los que enfrentaría en condiciones normales. Agregó que bajo estas circunstancias es indispensable que la política monetaria continúe enfatizando la cautela y tener presente que persiste la posibilidad de nuevos aumentos de la tasa de referencia. Esto último dependería de un análisis cuidadoso del comportamiento de la inflación, sus perspectivas y los riesgos derivados tanto de factores internos como externos. Añadió que será necesario también continuar evaluando cuidadosamente las posibles implicaciones de las acciones monetarias para la actividad económica. Un integrante recalcó que, aun considerando un escenario de i) un retiro gradual del estímulo monetario en Estados Unidos, ii) un entorno macroeconómico estable en México — caracterizado por una trayectoria decreciente de la inflación subyacente convergente a 3 por ciento hacia el primer trimestre de 2019— y iii) la materialización de un escenario favorable en la renegociación del TLCAN; el Banco de México no debe dar una imagen de complacencia que pudiera implicar la percepción de que en un futuro cercano pudiera estar en condiciones de reducir el objetivo para la tasa de referencia de la política monetaria. Apuntó que ello podría ser un riesgo para la inflación, ya que el balance de riesgos para esta es adverso y caracterizado por elevada incertidumbre, lo cual implica la necesidad de mantener una postura monetaria prudente por un periodo prolongado. Además, enfatizó que el Banco debe insistir en que la meta de inflación es 3 por ciento, y no el intervalo de 2 a 4 por ciento, ya que este es un intervalo de variabilidad y no de tolerancia. Asimismo, mencionó que el hecho de que las expectativas de largo plazo se sitúen en 3.5 por ciento no abona a la credibilidad del Banco, por lo que es necesario, conveniente y

recomendable que la inflación converja sólida y creíblemente a 3 por ciento, de tal forma que las expectativas también puedan converger a ese nivel. Adicionalmente, algunos señalaron que es relevante que la postura de política monetaria también siga contribuyendo a que los mercados financieros nacionales se ajusten ordenadamente, ante un entorno especialmente incierto y en el que se pueden presentar escenarios adversos de consideración. Uno de ellos sostuvo que en caso de presentarse presiones inflacionarias, estas deberán ser monitoreadas y evaluadas considerando sus efectos en la trayectoria de desinflación esperada en el horizonte en el que opera la política monetaria. Finalmente, todos recalcaron que hacia adelante el banco central debe continuar implementando una política monetaria prudente y firme que siga contribuyendo a la convergencia de la inflación a su meta, y debe mantenerse atento ante los riesgos que prevalecen para la inflación.

4. 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 plazo, incluyendo el balance de riesgos para estos. Tomando en cuenta la evolución reciente de la inflación, así como el hecho de que la evolución y perspectivas de sus principales determinantes y los pronósticos de la misma no presentan cambios significativos respecto de la trayectoria prevista, 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 por ciento. La postura de política monetaria actual es congruente con el anclaje de las expectativas de inflación, así como con una tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta.

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 fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3 por ciento.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 26 de abril de 2018

