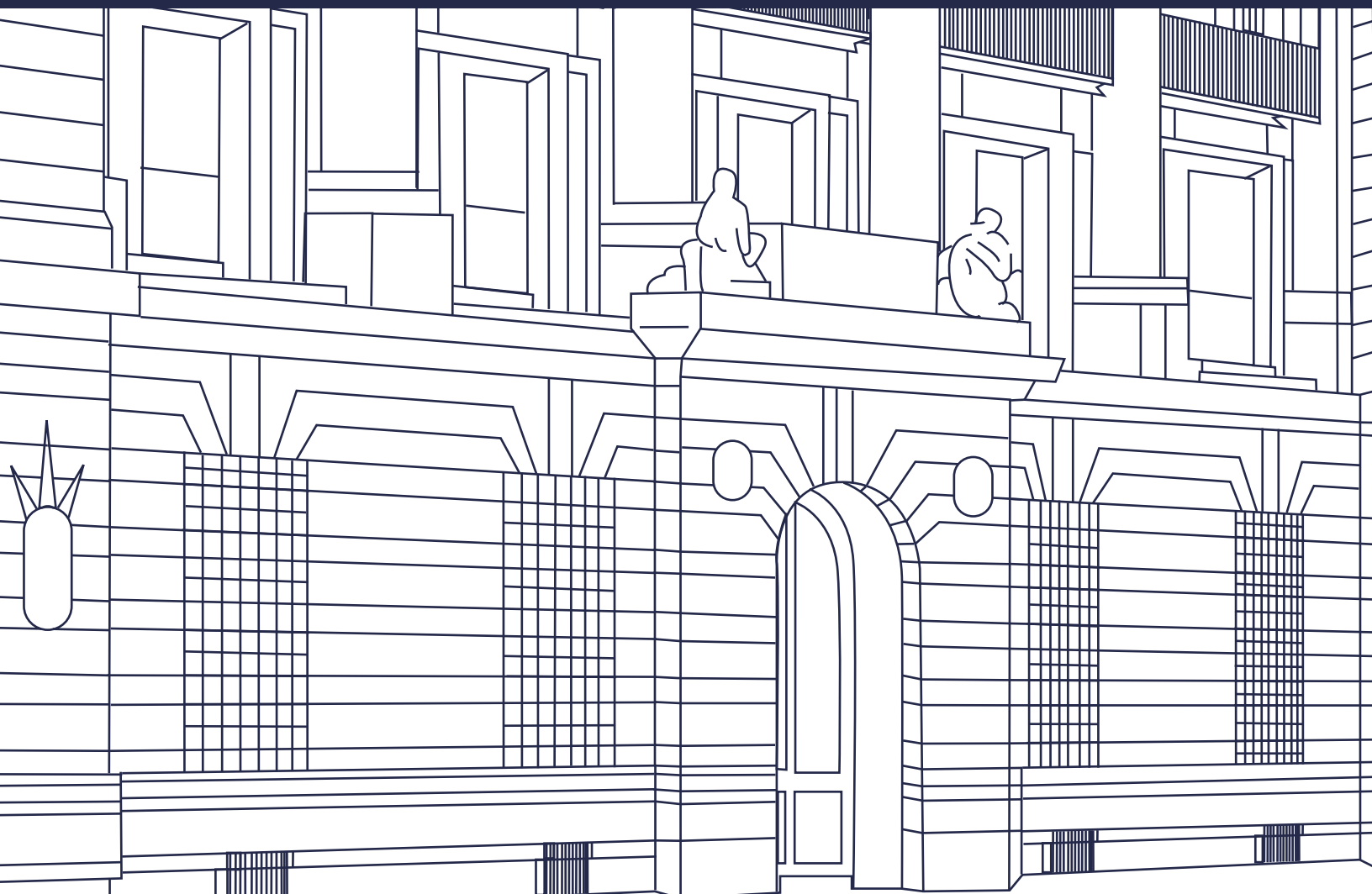




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 56

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 14 de diciembre de 2017



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 14 de diciembre de 2017.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

Mtra. Vanessa Rubio Márquez, Subsecretaria 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.

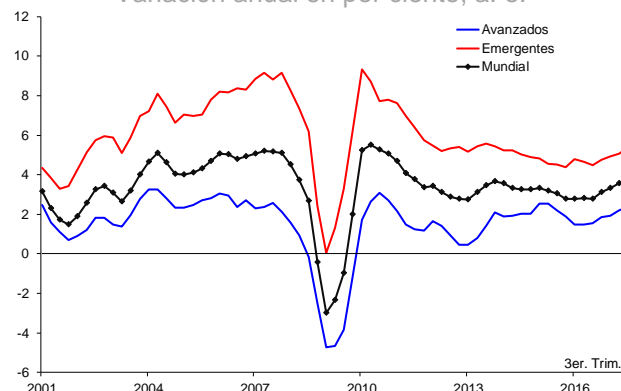
2.1. Condiciones externas

2.1.1. Actividad económica mundial

La economía mundial continuó expandiéndose en el tercer trimestre y a principios del cuarto de manera más generalizada (Gráfica 1), tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en un contexto de bajos niveles de inflación y sin aparentes presiones salariales. Además, para el resto de 2017 y 2018 se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. En este entorno, se espera que continúe el proceso gradual de normalización de la política monetaria. Este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja,

incluyendo incertidumbre sobre el rumbo de la política económica y la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en las principales economías avanzadas, riesgos geopolíticos, y la posibilidad de que se adopten políticas proteccionistas.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

La muestra utilizada para el cálculo representa 84.402 por ciento del PIB Mundial medido por poder de paridad de compra.

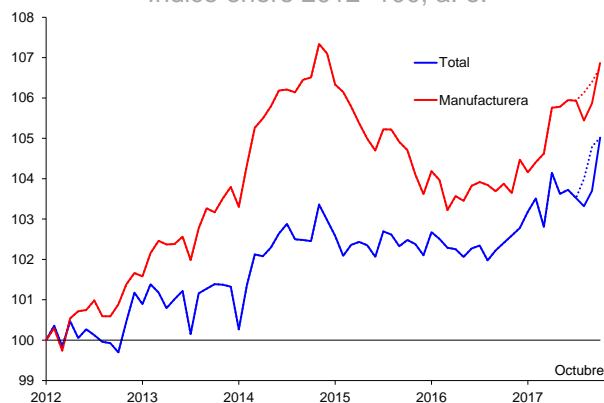
Fuente: Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En el tercer trimestre del año, la economía de Estados Unidos creció a una tasa trimestral anualizada de 3.3 por ciento. Este dinamismo se explicó, principalmente, por el repunte en la inversión en equipo y por una mayor contribución al crecimiento de las exportaciones netas y de la variación en inventarios. Si bien las condiciones climatológicas adversas que se presentaron en el trimestre moderaron el ritmo de crecimiento del consumo privado y ocasionaron una contracción de la inversión residencial, de acuerdo a indicadores oportunos de la actividad ambos componentes muestran una recuperación en el cuarto trimestre, de modo que se espera que durante ese trimestre la actividad económica en dicho país crezca a un ritmo sólido. En particular, el consumo parecería seguir apoyado por el fortalecimiento del mercado laboral y los niveles relativamente elevados de riqueza de los hogares.

El índice de producción industrial en Estados Unidos y su componente de manufacturas repuntaron en octubre, luego de haberse visto afectados durante agosto y septiembre por los huracanes Harvey e Irma (Gráfica 2). Al interior de la producción manufacturera, el sector más dinámico fue el de alta tecnología, el cual se aceleró en octubre. El sector

de automóviles y partes creció como reflejo de la demanda por autos generada por la necesidad de reemplazar los que fueron dañados por los huracanes. Hacia adelante, los indicadores prospectivos del sector sugieren que en los meses siguientes la actividad manufacturera continuará expandiéndose a un ritmo moderado.

Gráfica 2
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: Las líneas punteadas se refieren al nivel de los índices que excluyen los efectos de los huracanes Irma y Harvey con base en estimaciones de la Reserva Federal.

Fuente: Reserva Federal.

Las condiciones del mercado laboral de Estados Unidos han continuado mejorando. En efecto, se han generado en promedio 174 mil nuevas plazas mensuales en lo que va del año, superando el ritmo necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral. Asimismo, la tasa de desempleo disminuyó a 4.1 por ciento en noviembre, cifra menor a la tasa de largo plazo estimada por la Reserva Federal. En este mismo sentido, indicadores más amplios de desempleo continuaron apuntando a una menor holgura en el mercado laboral, si bien los salarios han seguido expandiéndose a un ritmo moderado.

En las últimas semanas aumentó marcadamente la probabilidad de que se apruebe una reforma fiscal en Estados Unidos, toda vez que tanto la Cámara de Representantes, como la de Senadores, aprobaron propuestas de reforma tributaria. Si bien estas propuestas se encuentran en proceso de reconciliación, la versión final podría contemplar, entre otros elementos, una reducción significativa de

la tasa de impuestos corporativos, la deducibilidad inmediata del gasto en capital, y un cambio hacia un régimen fiscal territorial, que incluye además diferentes medidas tendientes a evitar la erosión de la base tributaria y a incentivar la repatriación de utilidades.

En la zona del euro, los indicadores prospectivos apuntan a un crecimiento generalizado entre países y sectores durante el cuarto trimestre del año. La sólida expansión de esta región ha estado respaldada por las condiciones monetarias acomodaticias y la expansión del crédito. Además, los niveles de confianza en los principales sectores de la economía se ubican por encima de sus promedios históricos, lo que también parecería haber impulsado la demanda interna. En este contexto, la tasa de desempleo disminuyó a 8.8 por ciento en octubre, reflejando una menor holgura en la mayoría de las economías de la región. No obstante, los salarios continuaron creciendo a un ritmo moderado.

En las economías emergentes, los indicadores disponibles apuntan a que durante el cuarto trimestre persistirá la recuperación de la actividad productiva. La expansión de este grupo de economías continúa explicándose por el sólido crecimiento de la producción industrial y de sus exportaciones. Adicionalmente, el consumo privado siguió fortaleciéndose en la mayoría de estas economías.

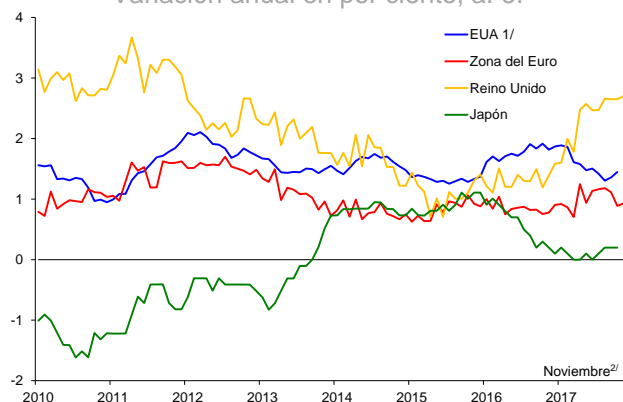
Los precios internacionales de las materias primas interrumpieron los avances que habían venido registrando desde mediados de este año. En particular, los precios del crudo se han mantenido relativamente estables durante las últimas semanas. En efecto, el impulso que podría haber generado el anuncio de una extensión de los recortes de producción por parte de los miembros de la OPEP y de otros países productores de petróleo hasta finales de 2018 fue contrarrestado por las preocupaciones sobre la creciente producción de petróleo en Estados Unidos. Por otro lado, los precios de los metales industriales registraron una caída ante la expectativa de una desaceleración en la demanda por parte de China. Por último, los precios de los granos han continuado en niveles bajos ante la amplia oferta que prevalece en los mercados internacionales.

2.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación en las principales economías avanzadas, con excepción del Reino Unido, se mantuvo en niveles moderados y por debajo de su meta de inflación (Gráfica 3). En particular, en Estados Unidos la inflación medida por el deflactor del consumo se mantuvo en niveles reducidos, a pesar del aumento que exhibió en octubre, luego de que algunas de las bajas en precios que se habían observado en meses previos se revirtieron parcialmente. Además, persiste la posibilidad de que factores de naturaleza más estructural la mantengan en un nivel por debajo de su meta. En la zona del euro la inflación subyacente se mantuvo baja, reflejando la evolución de los precios de los servicios turísticos y el impacto de la relativa fortaleza del euro, al tiempo que en Japón continuó en niveles cercanos a cero por ciento. En contraste, en el Reino Unido, la incertidumbre derivada de la salida de ese país de la Unión Europea ha dado lugar a una depreciación de su moneda, lo que condujo a que a noviembre la inflación subyacente se mantuviera en un nivel por encima del objetivo del Banco de Inglaterra. Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes la inflación se mantuvo en niveles moderados. No obstante, las presiones inflacionarias se han incrementado en algunos países emergentes de Europa y Asia debido a la disminución de la holgura y también en algunos otros, como Turquía, como resultado de factores idiosincrásicos.

Gráfica 3
G4: Inflación Subyacente

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

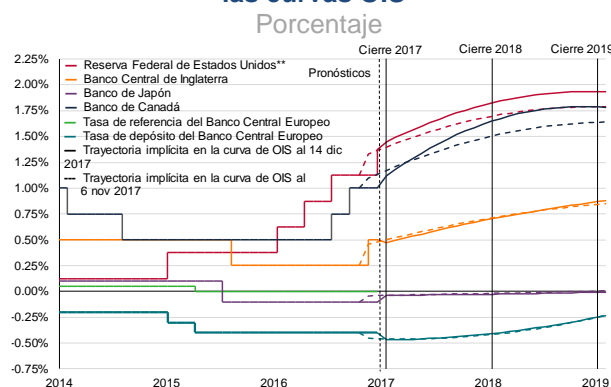
1/ Corresponde al deflactor del gasto en consumo.

2/ Cifras de EUA y Japón a octubre.

Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

En este entorno de recuperación económica global e inflación moderada, se anticipa que la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas continúen acercándose hacia una postura monetaria más neutral de manera gradual (Gráfica 4). En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales mantuvieron su postura monetaria sin cambio en sus decisiones más recientes, mientras que algunos otros, como el de Brasil, redujeron nuevamente su tasa de referencia.

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



Fuente: Bloomberg.

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

**Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (1.00% - 1.25%).

En línea con lo esperado, en su reunión de política monetaria de diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos incrementó el objetivo de la tasa de fondos federales a un rango de entre 1.25 y 1.5 por ciento. Esa Institución señaló que continúa esperando que la actividad económica siga expandiéndose moderadamente, que las condiciones del mercado laboral permanezcan sólidas, y que la inflación se mantenga por debajo de la meta de 2 por ciento en el corto plazo para estabilizarse alrededor de ese nivel en el mediano plazo. Adicionalmente, la Reserva Federal revisó al alza sus expectativas de crecimiento para 2018 y 2019 y mantuvo sin cambio sus proyecciones de inflación y de su objetivo para la tasa de fondos federales. Además, mencionó que los riesgos para el panorama económico parecerían estar balanceados y que vigilará de cerca el comportamiento de la inflación. Finalmente, enfatizó que no alterará el ritmo de normalización de su hoja de balance respecto a lo anunciado en su reunión de junio, a menos que se presente un deterioro marcado de la actividad económica.

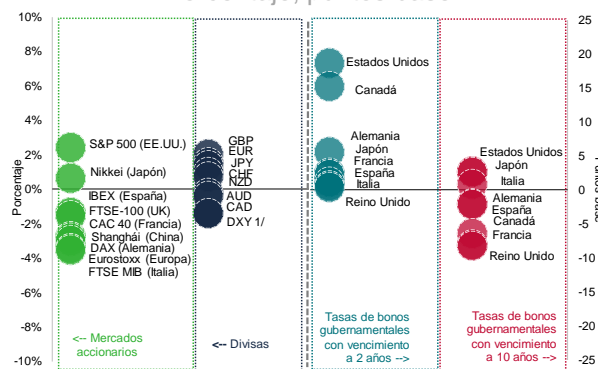
Por su parte, en su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sus principales tasas de referencia sin cambio y reiteró que planea mantenerlas en los niveles actuales más allá del término del programa de compra de valores. Además, confirmó que a partir de enero de 2018 reducirá el monto mensual de su programa de compras de bonos de 60 a 30 mil millones de euros y que dichas compras se extenderán hasta septiembre de 2018. No obstante, señaló que este programa podría ampliarse por más tiempo en caso de que la trayectoria esperada de la inflación no sea congruente con el logro de su meta. Además, hizo hincapié en que, una vez que termine las compras de activos, continuará reinvertiendo los vencimientos de los mismos por un período extendido. En cuanto a la situación económica de la región, destacó que la información disponible sugiere una fuerte expansión de la actividad y una mejoría significativa en las expectativas de crecimiento. Sin embargo, indicó que la inflación se mantiene débil y que aún no hay señales convincentes de un repunte en la misma.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de diciembre, mantuvo su tasa de interés de referencia sin cambio en 0.5 por ciento, luego de haberla elevado en 25 puntos base en su reunión de noviembre. Además, mantuvo sin modificación su programa de compra de bonos. En su comunicado, esa Institución destacó que los avances que se han registrado en las últimas semanas en las negociaciones respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea han reducido los riesgos que una salida desordenada tendría sobre su economía. Adicionalmente, el Comité de Política Monetaria reiteró que de mantenerse el rumbo de la economía previsto en su Informe de Inflación de noviembre, se requerirán alzas adicionales en su tasa de interés de referencia en los próximos años, con el fin de converger de manera sostenida a su meta de inflación. No obstante, dicha Institución insistió que cualquier incremento adicional de su tasa de referencia será gradual y limitado.

El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1 por ciento en su reunión de diciembre. En su comunicado, dicha Institución destacó la fortaleza de la actividad económica interna y externa, la mejoría del mercado laboral, el aumento en la inflación subyacente y las condiciones financieras favorables. No obstante, se mantuvo cauteloso, subrayando la considerable incertidumbre que aún prevalece sobre las perspectivas de la economía mundial y sobre la holgura en su mercado laboral.

En este entorno, los mercados financieros de economías avanzadas mostraron un comportamiento estable, con cambios acotados en la mayoría de los precios de los activos (Gráfica 5). En los mercados de renta fija, las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron ligeros incrementos en los títulos de menor vencimiento, al tiempo que las tasas de largo plazo se mantuvieron sin cambio o disminuyeron ligeramente, lo que dio origen a una compresión adicional de las primas por plazo. Adicionalmente, los diferenciales de rendimiento entre bonos gubernamentales y bonos corporativos continuaron estrechándose, alcanzando niveles históricamente bajos. Por su parte, los índices accionarios se mantuvieron en niveles elevados, favorecidos por el buen dinamismo de la actividad económica, el fortalecimiento de las utilidades corporativas y las condiciones monetarias acomodaticias. En Estados Unidos, los índices accionarios alcanzaron nuevos niveles máximos, apoyados por los avances del proyecto de reforma fiscal de este país. Finalmente, en los mercados cambiarios el dólar se debilitó ligeramente frente a las principales divisas de países desarrollados, a pesar de que esperaban que la Reserva Federal incrementara nuevamente su tasa de referencia en diciembre y que esa Institución continúe su proceso de normalización durante 2018. De igual forma, las monedas de las economías emergentes se apreciaron frente al dólar, en un entorno en el que se siguen registrando entradas de capital hacia estos países.

Gráfica 5
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 6 de noviembre
al 14 de diciembre de 2017
 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.

Hacia adelante, no se descartan episodios de mayor volatilidad debido a la existencia de diversos riesgos, entre los que destacan cambios no anticipados de política monetaria, tanto en economías avanzadas como en algunas emergentes, o un escalamiento de los riesgos financieros. Adicionalmente, existe una elevada incertidumbre derivada de las tendencias proteccionistas y su posible impacto sobre el comercio internacional, además de que persisten riesgos geopolíticos en varias regiones del mundo, a los que podrían sumarse aquellos derivados de los procesos electorales que se llevarán a cabo en diversos países emergentes el próximo año.

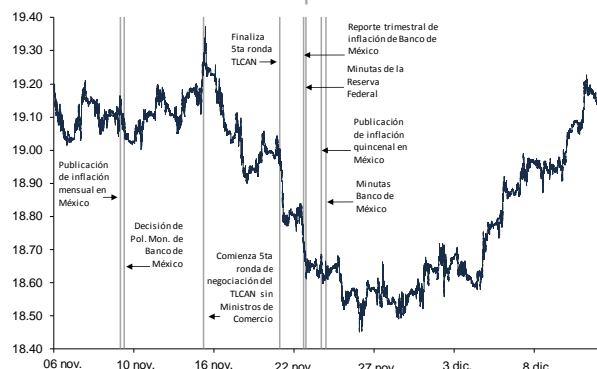
2.2. Evolución de la economía mexicana

2.2.1. Mercados en México

En el periodo entre las decisiones de política monetaria del Banco de México correspondientes a noviembre y diciembre, el peso mexicano se cotizó en un rango de entre 18.45 y 19.35 pesos por dólar, concluyendo con una moderada apreciación frente al dólar de alrededor de 0.1 por ciento. La cotización de la moneda nacional durante la primera parte del periodo presentó un comportamiento positivo, beneficiándose del sentimiento de menor aversión al riesgo a nivel global, así como de la percepción del mercado de que el proceso de normalización de política monetaria en Estados Unidos será muy gradual, lo cual se ha reflejado en el aplanamiento de la curva de rendimientos de valores gubernamentales en aquel país. Adicionalmente, el hecho de que las noticias y comentarios sobre el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) por parte de las autoridades estadounidenses hayan sido menos frecuentes fue un factor adicional detrás de la apreciación que la moneda nacional mostró durante las primeras semanas del periodo (Gráfica 6). Sin embargo, en las semanas más recientes el peso revirtió prácticamente en su totalidad la apreciación alcanzada en la primera parte del periodo, en un contexto en que se observó una reducción en las posiciones de inversionistas extranjeros en instrumentos de corto plazo y una mayor demanda por productos derivados que ofrecen cobertura cambiaria, al tiempo que el dólar presentó una fortaleza generalizada apoyada por la posible aprobación de la reforma fiscal en Estados Unidos.

En este entorno, las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron una mejora respecto a las observadas en meses previos (Gráfica 7). Cabe destacar que en términos de flujo, los inversionistas extranjeros con horizontes de inversión de más largo plazo incrementaron marginalmente su exposición a los mercados financieros en México.

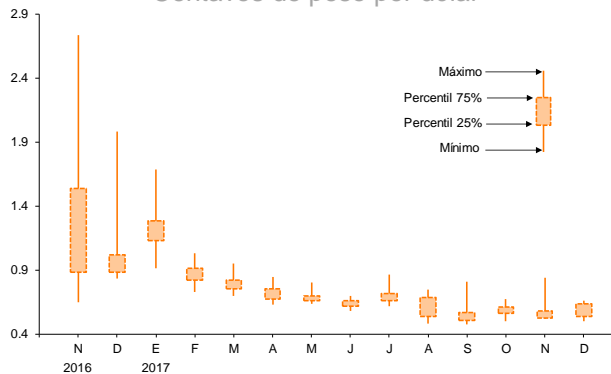
Gráfica 6
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



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

Fuente: Bloomberg.

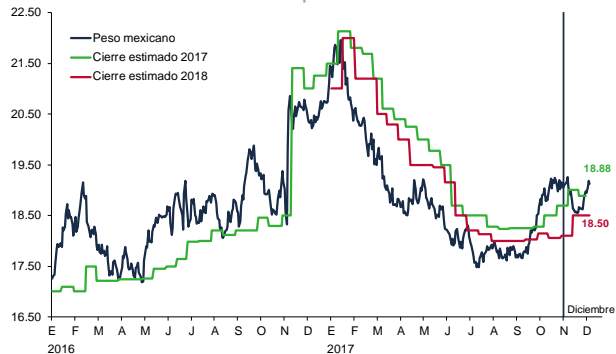
Gráfica 7
Rango del diferencial de compra-venta de las cotizaciones del tipo de cambio peso-dólar
Centavos de peso por dólar



Fuente: Reuters.

Por otro lado, las expectativas de los analistas para la cotización de la moneda nacional al cierre de 2017 y 2018 se revisaron ligeramente a la alza. No obstante lo anterior, continúa destacando de manera favorable el hecho de que estos especialistas anticipan que el tipo de cambio finalice 2018 con una ligera apreciación respecto a los niveles actuales (Gráfica 8).

Gráfica 8
Expectativas sobre el tipo de cambio peso-dólar
 Pesos por dólar



Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

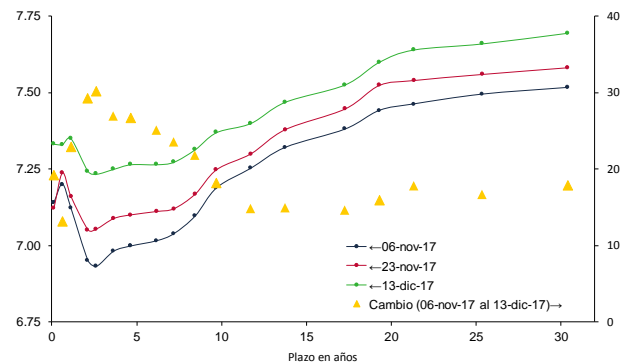
Por último, cabe destacar que el Banco de México, con base en la instrucción de la Comisión de Cambios del pasado 25 de octubre, incrementó el monto de coberturas cambiarias en el mercado en 4 mil millones de dólares, con lo que el monto vigente asciende a 5 mil millones de dólares. Las operaciones se realizaron a plazos de 1, 2 y 3 meses, y los vencimientos de dichas coberturas se renovarán hasta que la propia Comisión instruya lo contrario.

En lo que respecta al mercado de deuda, desde el último anuncio de política monetaria la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó incrementos moderados que en promedio fueron de alrededor de 21 puntos base (Gráfica 9). Lo anterior estuvo asociado, principalmente, a un aumento de las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos y a la interpretación del mercado de que ante el deterioro en el balance de riesgos para la inflación, el Banco de México se mantendrá vigilante para asegurar la convergencia de esta hacia el objetivo puntual del Instituto Central. De esta manera, la curva de rendimiento mostró un movimiento de aplanamiento durante el periodo de alrededor de 12 puntos base medido a través del diferencial entre el bono a plazo de 3 y 30 años.

Finalmente, en lo que respecta a las expectativas de la tasa objetivo de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, estas registraron cierta volatilidad en el periodo entre las

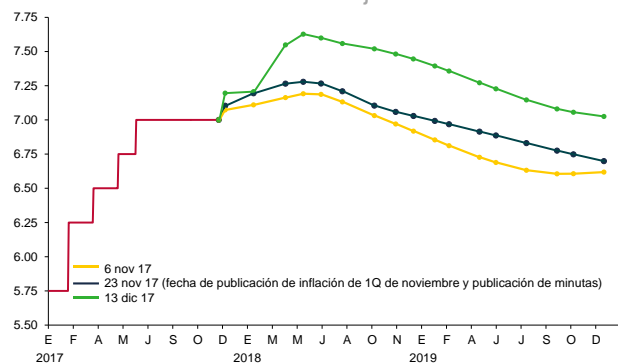
decisiones de política monetaria del Banco de México de noviembre y diciembre, para finalizar con ajustes al alza. En este contexto, el mercado de renta fija anticipa con una elevada probabilidad que el próximo movimiento en la tasa de referencia de política monetaria sea un incremento de 25 puntos base en diciembre de este año (Gráfica 10). Con respecto a las expectativas del sector privado, la mayoría de los analistas espera que se anuncie un incremento en la tasa de referencia de 25 puntos base en la reunión de política monetaria de diciembre, si bien todavía hay un número importante de especialistas que no anticipan cambios.

Gráfica 9
Curva de rendimientos de valores gubernamentales
 Porcentaje, puntos base



Fuente: Proveedor de precios PIP.

Gráfica 10
Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIIE a 28 días
 Porcentaje



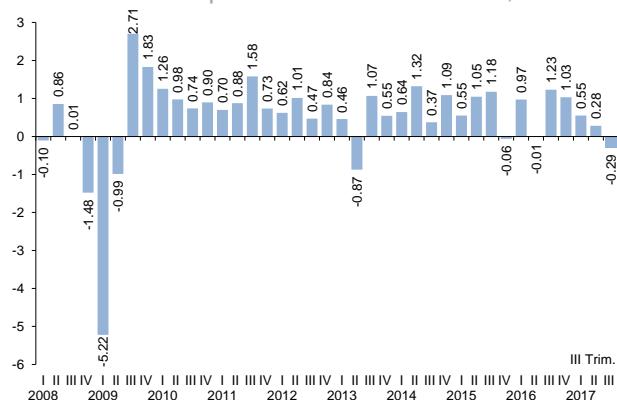
Fuente: Estimados del Banco de México con datos del proveedor de precios PIP.

2.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el tercer trimestre de 2017, la economía mexicana registró una contracción (Gráfica 11). Dicho comportamiento fue reflejo tanto de la desaceleración que se ha venido observando en la actividad productiva a lo largo del año, como de los efectos adversos, de carácter temporal, de los sismos de septiembre y la importante reducción en la plataforma de producción petrolera en ese mes. Si bien la información disponible para el cuarto trimestre es limitada, se anticipa una recuperación conforme se disipen las consecuencias negativas de dichos eventos.

Gráfica 11
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



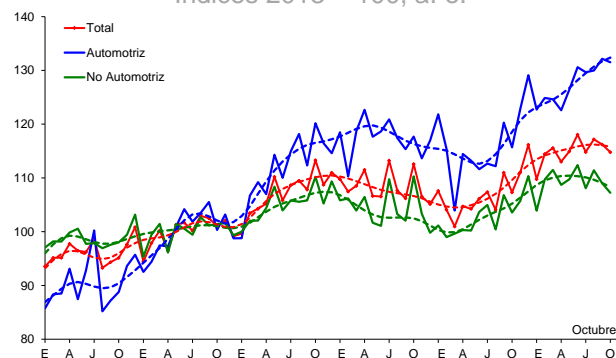
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Con respecto al desempeño de la demanda externa, en el periodo julio – octubre de 2017 las exportaciones manufactureras de México mostraron cierta desaceleración, la cual reflejó, en buena medida, la pérdida de dinamismo de las exportaciones no automotrices, toda vez que las automotrices mantuvieron su trayectoria positiva (Gráfica 12). En cuanto al comportamiento de la demanda interna, en el tercer trimestre de 2017 el consumo privado continuó expandiéndose, si bien a un menor ritmo que en la segunda mitad de 2016. En este sentido, en dicho trimestre y a principios del cuarto, algunos indicadores oportunos, aunque de menor cobertura, tales como las ventas de vehículos ligeros o los ingresos en establecimientos al por menor, continuaron presentando un débil desempeño. Asimismo, perduró la atonía que la

inversión ha exhibido desde la segunda mitad de 2015, toda vez que, si bien la inversión en maquinaria y equipo siguió expandiéndose, se mantuvo la tendencia decreciente en el gasto en construcción.

Gráfica 12
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



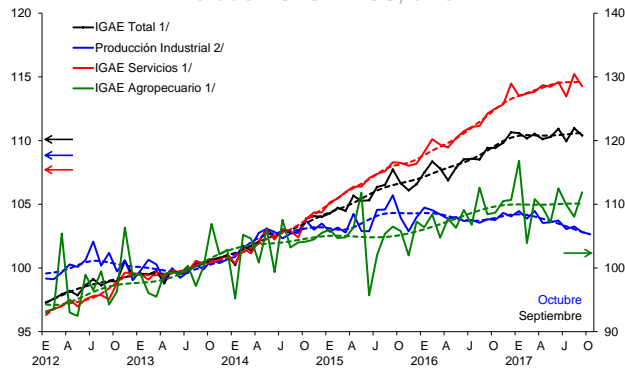
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México.

En relación a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, en el tercer trimestre de 2017 se acentuó el débil desempeño que la producción industrial ha mostrado desde mediados de 2014, al tiempo que las actividades terciarias interrumpieron el dinamismo que habían venido exhibiendo, en buena medida debido a los sismos ocurridos en septiembre (Gráfica 13). En efecto, se estima que dichos movimientos telúricos hayan restado 0.2 puntos porcentuales al crecimiento del tercer trimestre. Con información a octubre, al interior de la producción industrial, la minería mantuvo una trayectoria decreciente, la cual fue particularmente pronunciada como resultado de la caída en la plataforma de producción petrolera en septiembre, si bien repuntó a principios del cuarto trimestre (Gráfica 14). Asimismo, persistió la atonía del gasto en construcción. Respecto a la actividad manufacturera, se aprecia una desaceleración en lo que va del año en relación a lo registrado en 2016. En particular, si bien de manera congruente con el dinamismo de las exportaciones automotrices el subsector de equipo de transporte mantuvo una trayectoria creciente, el resto de las manufacturas mostró una tendencia negativa. En cuanto al comportamiento de los servicios, se estima que los sectores que, debido a las afectaciones derivadas de los sismos, más contribuyeron a la contracción en el

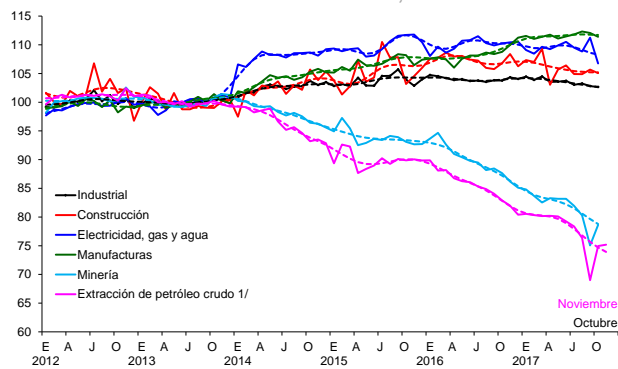
tercer trimestre fueron, en orden de importancia: educación; alojamiento temporal y preparación de alimentos; servicios de esparcimiento, culturales y deportivos; servicios profesionales, científicos y técnicos; y transporte, correos y almacenamiento.

Gráfica 13
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 septiembre de 2017.
2/ Cifras a octubre de 2017 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

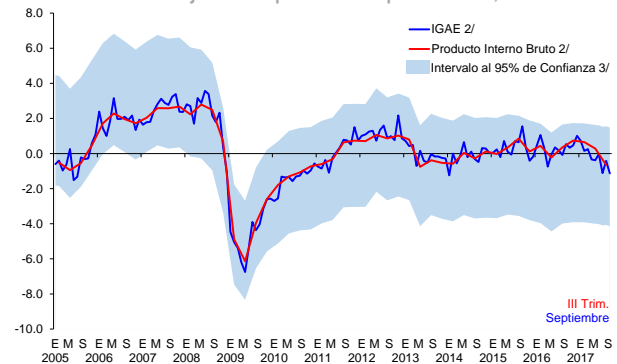
Gráfica 14
Actividad Industrial y Plataforma de Producción de Petróleo
Índices 2013 = 100, a. e.



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/ La cifra de noviembre de 2017 de extracción de petróleo crudo y gas corresponde al promedio del 1 al 19 de ese mes.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

La estimación de la brecha del producto al tercer trimestre de 2017 no indica presiones de demanda sobre la inflación, si bien tampoco sugiere holgura (Gráfica 15). Adicionalmente, aunque las condiciones en el mercado laboral tampoco parecen presentar holgura, no se perciben presiones salariales sobre los precios, si bien su comportamiento reciente, en particular el incremento al salario mínimo, podría afectar el ritmo de disminución de la inflación.

Gráfica 15
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.

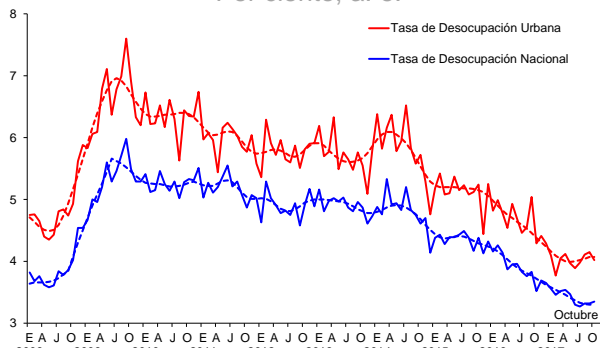


1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2017; cifras del IGAE a septiembre de 2017.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado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

En cuanto a la evolución del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron en niveles especialmente bajos, aunque esta última parecería haber dejado de mostrar una tendencia decreciente (Gráfica 16). Asimismo, el total de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó presentando una trayectoria creciente. No obstante, la ausencia de presiones significativas sobre las remuneraciones medias reales y el comportamiento de la productividad ocasionaron que los costos de la mano de obra para la economía en su conjunto hayan disminuido en el tercer trimestre del año (Gráfica 17).

Gráfica 16
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

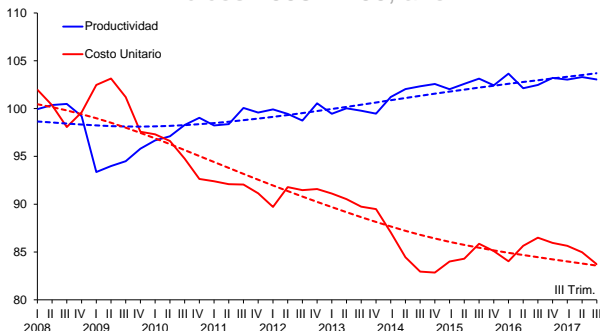


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 17
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}

Índices 2008 = 100, a. e.



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

^{1/} Productividad con base en las horas trabajadas. Series con Base 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México.

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

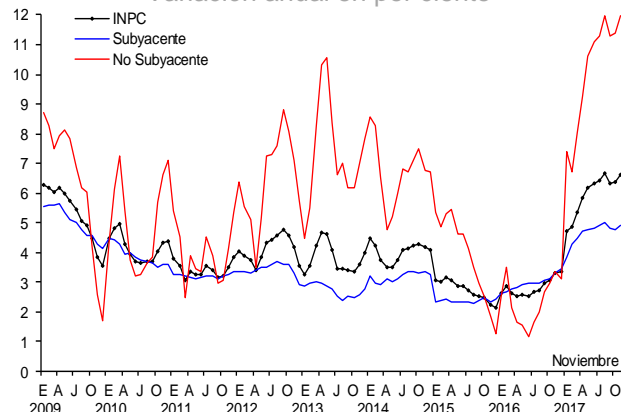
En octubre de 2017, el financiamiento al sector privado no financiero continuó creciendo a tasas reales anuales relativamente bajas, si bien con cierta heterogeneidad entre sus componentes. Por un lado, el financiamiento interno a las empresas mantuvo el dinamismo que ha presentado a lo largo del año. Por otro, el crédito a los hogares siguió mostrando atonía en prácticamente todos sus segmentos. En este contexto, los costos del financiamiento permanecieron en niveles relativamente elevados –como consecuencia de los aumentos en el objetivo sobre la tasa de interés interbancaria a un día–, si bien ya no registraron incrementos significativos en los últimos meses. En lo que concierne a la calidad de las carteras de

crédito, los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda continuaron en niveles bajos y estables, mientras que aquellos relacionados con el crédito al consumo han registrado cierto deterioro en meses recientes. En su conjunto, la evidencia apunta a la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

2.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

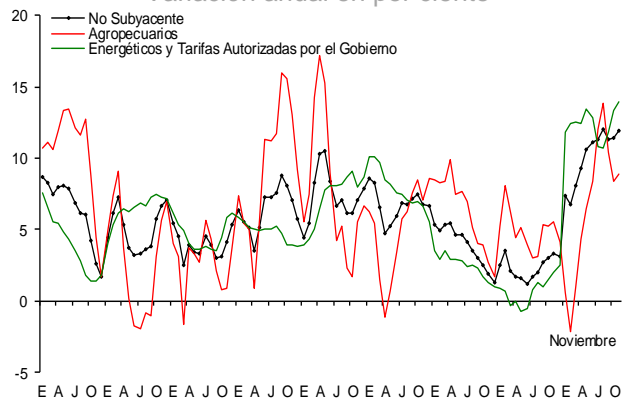
La inflación general anual alcanzó 6.66 por ciento en agosto de este año y se redujo en los siguientes dos meses. No obstante, la presencia de nuevos choques provocó que al mes de noviembre esta mostrara un aumento respecto a septiembre, al pasar de 6.35 por ciento en ese mes a 6.63 por ciento en noviembre (Gráfica 18 y Cuadro 1). Este resultado se debió, en parte, al comportamiento del componente no subyacente, sobresaliendo las alzas de precio en algunos energéticos, destacando la del gas L.P., y en ciertas verduras y frutas. Así, la inflación no subyacente anual se incrementó entre septiembre y noviembre del año en curso, al pasar de 11.28 a 11.97 por ciento (Gráfica 19 y Cuadro 1). Por su parte, la inflación subyacente anual también se incrementó, al pasar de 4.80 a 4.90 por ciento de septiembre a noviembre de 2017. En particular, la variación anual del subíndice de precios de las mercancías registró en noviembre un incremento como reflejo, principalmente, de los aumentos de precios en el rubro de las mercancías no alimenticias (Gráfica 20). Asimismo, la variación anual del subíndice de precios de los servicios exhibió en ese mes un aumento, como resultado, en buena medida, de incrementos en los precios de servicios turísticos (Gráfica 21 y Cuadro 1).

Gráfica 18
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



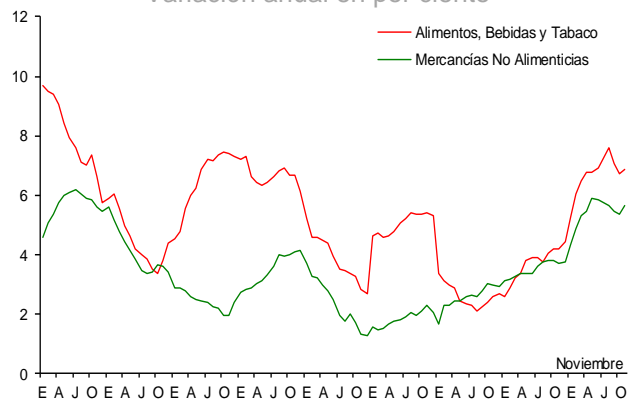
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 19
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



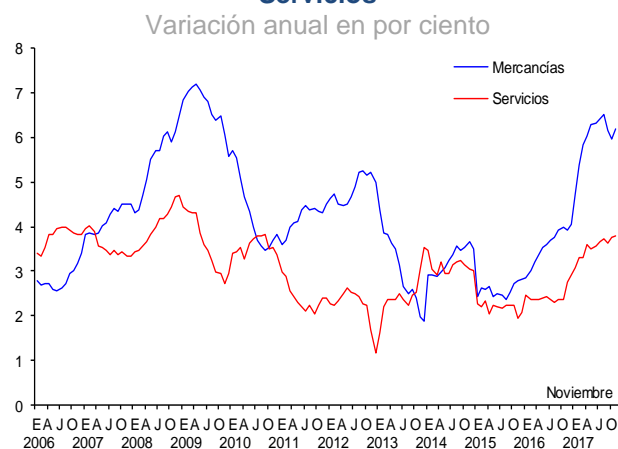
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 20
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron ajustes al alza para sus horizontes de más corto plazo en respuesta al incremento reciente de la inflación, si bien sus trayectorias siguen siendo congruentes con un aumento temporal en la misma. En particular, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2017 se ajustó de 6.30 a 6.50 por ciento entre las encuestas de septiembre y noviembre. Por su parte, la mediana correspondiente a las expectativas para el cierre de 2018 subió de 3.79 a 3.84 por ciento entre las mismas encuestas, en tanto que la de 2019 y aquellas para el largo plazo se mantuvieron estables en 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 3.5 por ciento entre septiembre y noviembre, al tiempo que la prima por riesgo inflacionario aumentó alrededor de 15 puntos base en ese lapso.

Tomando en cuenta el impacto de los choques que han afectado recientemente a la inflación, así como el efecto del aumento al salario mínimo que entró en vigor en diciembre, en vez de en enero, se espera que la inflación general anual cierre el 2017 en un nivel mayor al de noviembre. Además, se anticipa que la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento sea más lenta que lo previsto, con lo cual se espera que la inflación alcance niveles cercanos al objetivo a finales de 2018 y que fluctúe alrededor de dicho nivel en 2019. En cuanto a la inflación subyacente anual, aun cuando esta se ha incrementado ligeramente en los últimos meses, se prevé que alcance niveles moderadamente por encima de 3.0 por ciento a finales de 2018 y que en 2019 se mantenga alrededor de dicho nivel. Las previsiones anteriores consideran una reducción importante de la inflación no subyacente a partir de enero de 2018, la cual se observaría en la medida en que no se repitan los choques que la han afectado este año, así como un comportamiento ordenado del tipo de cambio y ausencia de presiones provenientes del mercado laboral.

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

fiscal en los Estados Unidos o a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018. También, que se presenten presiones adicionales en los precios de algunos bienes agropecuarios y de los energéticos, en particular del gas L.P. En este mismo sentido, considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, el comportamiento de los costos unitarios de la mano

de obra podría reflejarse en la inflación. A la baja, que un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del TLCAN conduzca a una apreciación de la moneda nacional. De igual forma, que se presente un dinamismo menor al anticipado en la actividad económica, lo que reduciría la probabilidad de que se presenten presiones de demanda sobre la inflación.

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

Concepto	Diciembre 2016	Septiembre 2017	Octubre 2017	Noviembre 2017
INPC	3.36	6.35	6.37	6.63
Subyacente	3.44	4.80	4.77	4.90
Mercancías	4.05	6.17	5.97	6.19
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	7.05	6.73	6.84
Mercancías no Alimenticias	3.76	5.44	5.33	5.65
Servicios	2.92	3.63	3.75	3.79
Vivienda	2.41	2.64	2.65	2.68
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.73	4.74	4.74
Otros Servicios	3.04	4.34	4.60	4.67
No Subyacente	3.13	11.28	11.40	11.97
Agropecuarios	4.15	10.40	8.37	8.84
Frutas y Verduras	4.31	17.96	13.21	14.91
Pecuarios	4.06	5.91	5.50	5.20
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.49	11.86	13.36	13.94
Energéticos	2.42	15.26	16.34	17.04
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.60	6.08	8.09	8.15

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 miembros destacaron que la economía mundial continuó expandiéndose en el cuarto trimestre del año de manera más generalizada tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes. La mayoría mencionó que la economía mexicana registró una contracción en el tercer trimestre de 2017. En cuanto a la posición cíclica de la economía y su papel en la formación de precios, todos notaron que la estimación de la brecha del producto no indica presiones de demanda sobre la inflación, si bien tampoco sugiere holgura. Por su parte, todos sostuvieron que el mercado laboral tampoco parece presentar condiciones de holgura. La mayoría destacó que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Advirtió que el panorama para la inflación se ha deteriorado. Así, si bien alcanzó 6.66 por ciento en agosto de este año y se redujo en los siguientes dos meses, la presencia de nuevos choques provocó que al mes de noviembre la inflación general mostrara un aumento respecto a septiembre, al pasar de 6.35 por ciento a 6.63 por ciento. Considerando el impacto de los choques anteriormente mencionados, así como el efecto del incremento al salario mínimo que entró en vigor en diciembre, en lugar de enero, la mayoría de los integrantes de la Junta anticipa un cierre para la inflación general anual de 2017 mayor a la cifra de noviembre. Adicionalmente, prevé que la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento sea más lenta que la que se anticipaba, con lo cual espera que la inflación alcance niveles cercanos al objetivo a finales del próximo año, y que fluctúe alrededor de dicho nivel en 2019. Dados los choques que la han afectado de manera reciente, todos los integrantes consideraron que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado y es al alza.

Respecto a la economía mundial, la mayoría sostuvo que para el resto de 2017 y 2018 se prevé que esta mantenga una moderada expansión. Un integrante añadió que se espera que en 2017 se registre la mayor tasa de expansión de los últimos seis años y que se anticipa un fortalecimiento adicional, si bien moderado, durante 2018. No obstante, la mayoría coincidió en que este escenario continúa enfrentando riesgos a la baja, los cuales incluyen la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica y la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en las

principales economías avanzadas, los crecientes riesgos geopolíticos, y la posibilidad de que se adopten políticas proteccionistas en diversas regiones. Al respecto, un miembro notó que no se ha disipado el riesgo de que en Estados Unidos y en otros países se adopte una postura de mayor proteccionismo, a la vez que persiste una elevada incertidumbre en cuanto a los términos y el alcance de la relación económica y comercial que habrán de mantener el Reino Unido y la Unión Europea. Agregó que las tensiones geopolíticas, junto con dificultades de índole política y procesos electorales en diversos países, agudizan el grado de incertidumbre que caracteriza al entorno global.

La mayoría de los integrantes destacó que en Estados Unidos se espera que la actividad económica crezca a un ritmo sólido, después de haber sido afectada moderadamente por los huracanes durante el trimestre previo. Mencionó que, en este entorno, las condiciones del mercado laboral han seguido mejorando, a lo que un miembro agregó que la brecha del desempleo ya es negativa. Sobre la inflación, la mayoría señaló que se mantiene por debajo de la meta de 2 por ciento, si bien comentó que la Reserva Federal continúa anticipando que converja gradualmente a ese nivel. Un miembro consideró que la economía estadounidense transita por un ciclo claramente atípico, ya que presenta la tasa de desempleo más baja desde hace casi 17 años y una inflación inferior a la meta. Sostuvo que prevalece la interrogante sobre la evolución de la inflación en una economía donde, si bien pueden estarse registrando cambios estructurales que contribuyen a mantener la inflación baja, persisten dudas sobre la holgura en el mercado laboral y los posibles efectos de la adopción de una política fiscal considerablemente expansiva.

La mayoría destacó que en su decisión de diciembre la Reserva Federal incrementó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base, conforme a lo esperado. Añadió que en las proyecciones de ese Instituto Central para 2018 y 2019 se revisaron al alza las expectativas de crecimiento y se mantuvieron sin cambio las relativas a la inflación y a su objetivo para la tasa de fondos federales. Un miembro señaló que lo anterior confirmó la expectativa de que la Reserva Federal continuará con el retiro gradual del estímulo monetario. No obstante, otro subrayó que la tasa de fondos federales podría seguir una trayectoria más pronunciada que la prevista de materializarse una expansión fiscal en un entorno en el que la economía se encuentra operando cerca del pleno empleo. Un integrante detalló que aun siendo Estados Unidos la economía avanzada que más ha

normalizado su postura monetaria, y en la cual hay una elevada probabilidad de que se aprueben importantes recortes de impuestos, la pendiente de la curva de rendimientos se ha aplanado considerablemente, tanto por aumentos en las tasas de corto plazo, como por reducciones en las de mayor plazo.

En cuanto a otras economías avanzadas, la mayoría de los miembros comentó que estas han presentado un ritmo de crecimiento más generalizado entre países. Uno notó que Japón ha registrado aumentos en su crecimiento económico, mientras que destacó el caso de la Eurozona, en donde se prevé una recuperación económica más generalizada entre los países de la región. En este contexto, otro resaltó que se espera que en las siete principales economías avanzadas la brecha del producto se torne ligeramente positiva en 2018, si bien lo anterior no sucedería para el caso de Japón, aunque añadió que la brecha de desempleo ya es negativa en ese país. Algunos indicaron que, si bien las economías avanzadas han venido registrando reducciones en sus tasas de desempleo, lo anterior no ha propiciado presiones salariales inflacionarias. Uno de ellos consideró que la falta de estas presiones podría ser resultado de diversos factores de índole estructural, como un equilibrio global de crecimiento moderado, la globalización, o inclusive cambios tecnológicos. Profundizando en lo anterior, mencionó que la persistencia de una inflación baja o nula, así como perspectivas similares para la misma en el largo plazo, han dado lugar a un cuestionamiento sobre la utilidad de la curva de Phillips como un elemento esencial para la detección y análisis de presiones cíclicas y generalizadas sobre los precios en las economías avanzadas.

En este contexto, algunos expresaron que la combinación de una recuperación más sincronizada entre las economías avanzadas y la previsión de una baja inflación durante un periodo considerable, ha permitido que, en general, los bancos centrales mantengan una postura monetaria acomodaticia y se hayan registrado bajas tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos. Un integrante indicó que se espera que en los próximos trimestres los bancos centrales de las economías avanzadas continúen con el retiro del estímulo monetario de manera muy gradual. Otro consideró que, si bien la persistencia de bajas lecturas de inflación de los países avanzados alimenta la expectativa de procesos de normalización monetaria graduales por parte de sus respectivos bancos centrales, no se pueden descartar sorpresas en materia de política monetaria ante el surgimiento potencial de

presiones sobre los precios o sobre los salarios que podrían derivarse de la sostenida reducción de los niveles de holgura en sus economías. Finalmente, uno apuntó que, a pesar de la ausencia de presiones inflacionarias, posiblemente se esté generando la necesidad de continuar con el proceso de retiro del estímulo monetario ante la posibilidad de acumulación de riesgos que pudieran dar lugar a episodios de inestabilidad financiera.

Respecto de la actividad productiva de las economías emergentes, la mayoría resaltó que esta continuó recuperándose, si bien un miembro puntualizó que persisten diferencias y retos considerables ligados a factores específicos a cada país. Otro señaló que ajustes en los precios de los activos de las economías emergentes, como en los tipos de cambio o en las tasas de interés, podrían afectar tanto a su sector real, como a su estabilidad financiera. Asimismo, indicó que se debe poner atención al riesgo de que algunas vulnerabilidades ya presentes, tales como los altos niveles de endeudamiento o la desaceleración de la actividad económica en China, puedan acentuarse.

Algunos integrantes destacaron que los mercados financieros internacionales se han caracterizado por presentar una búsqueda de rendimientos, mejoras en la valuación de activos y la expectativa de una baja volatilidad en diversos mercados financieros. No obstante, la mayoría advirtió que persisten riesgos asociados al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En particular, uno destacó que el balance de riesgos para la inflación en Estados Unidos podría ser también un factor de riesgo considerable para el comportamiento de los mercados financieros internacionales en los próximos trimestres. Otros mencionaron como riesgos adicionales la potencial aprobación del paquete fiscal en Estados Unidos y eventos de naturaleza geopolítica. Algunos mencionaron también una posible valuación excesiva de activos de mayor riesgo.

La mayoría de los miembros señaló que, en el tercer trimestre de 2017, la economía mexicana registró una contracción. Consideró que dicho comportamiento fue reflejo tanto de la desaceleración que se ha venido observando en algunos componentes de la demanda agregada desde finales de 2016, como de los efectos adversos, de carácter temporal, que tuvieron los sismos y la importante reducción en la plataforma de producción petrolera en septiembre. Uno apuntó que, en general, la actividad económica parece continuar con un crecimiento moderado en el contexto de una tendencia de debilitamiento. En

cuanto al comportamiento de la demanda agregada, un integrante subrayó que esta se ha estado ajustando en respuesta tanto al entorno de mayor incertidumbre al que ha estado sujeta la economía, como al importante cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real y mayores tasas de interés reales. En este contexto, la mayoría coincidió en que se ha observado cierta desaceleración en las exportaciones manufactureras, enfatizando uno que lo anterior se ha dado en octubre de manera particular en el caso de las exportaciones automotrices. La mayoría reconoció que algunos indicadores del consumo privado han registrado una pérdida de dinamismo y que prevalece la atonía de la inversión. Respecto del desempeño de las actividades productivas, algunos miembros indicaron que la producción industrial mostró una contracción en la mayoría de los rubros que la integran. Uno agregó que inclusive la actividad manufacturera se ha debilitado. Algunos mencionaron que el sector servicios mantiene una tendencia al alza, si bien con cierta pérdida de dinamismo en meses recientes explicada, parcialmente, por el efecto de los sismos de septiembre.

Algunos miembros coincidieron en que, para el cuarto trimestre de este año, se espera que la economía mexicana repunte con respecto al desempeño del tercero. Uno de ellos especificó que lo anterior ocurriría principalmente como resultado de los esfuerzos de reconstrucción en respuesta a los recientes desastres naturales y de la recuperación de la producción de petróleo. Respecto al crecimiento de 2017 en su conjunto, algunos señalaron que se espera una tasa cercana al punto medio del intervalo de entre 1.8 y 2.3 por ciento publicado en el último Informe Trimestral, mencionando uno que dicha expectativa implica una desaceleración con respecto al 2.9 por ciento observado en 2016. Para el 2018, algunos apuntaron que la actividad económica continuaría creciendo a un ritmo moderado. En este sentido, uno de ellos argumentó que esta estaría impulsada por una combinación de factores de demanda y oferta similar a la registrada durante 2017.

La mayoría de los integrantes de la Junta destacó que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Agregó que ello es debido principalmente al entorno de incertidumbre que ha prevalecido, especialmente en relación con la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), lo que ha afectado considerablemente a la inversión y posiblemente es una de las causas de la desaceleración del consumo respecto a lo observado en la segunda

mitad de 2016. Algunos integrantes destacaron que a lo anterior se adiciona la normalización de la política monetaria en países avanzados y la incertidumbre asociada a las elecciones del próximo año en México. Uno añadió que la potencial aprobación del paquete fiscal en Estados Unidos o eventos de naturaleza geopolítica podrían también afectar el desempeño de la economía mexicana. Por su parte, otro miembro mencionó que de presentarse un choque adverso de financiamiento a la economía, la velocidad e intensidad de la reversión de los flujos de capital podrían ser muy importantes, trayendo consigo consecuencias significativas para el crecimiento.

Todos los miembros de la Junta señalaron que, en cuanto a la posición cíclica de la economía y su papel en la formación de precios, la estimación de la brecha del producto no indica presiones de demanda sobre la inflación, si bien tampoco sugiere holgura. Por su parte, mencionaron que el mercado laboral tampoco parece presentar condiciones de holgura. Uno de los miembros enlistó factores que sugieren que la economía no enfrenta en este momento presiones significativas de demanda, destacando el moderado nivel del déficit de la cuenta corriente –que además se espera disminuya este año–, la desaceleración del financiamiento total en la economía, la contracción de la masa salarial real a lo largo de 2017 y la ausencia de presiones salariales de consideración. Respecto de la disminución de los salarios reales, otro indicó que el ajuste macroeconómico, el cual refleja una depreciación del tipo de cambio real, implica necesariamente una caída en los salarios reales, por lo que, en su opinión, un ajuste a la baja en los salarios reales no descarta que el incremento de los salarios nominales esté imprimiendo persistencia a la inflación. En cuanto a la lectura de la holgura en la economía, uno de los miembros consideró que es muy importante que dicho análisis se haga de manera integral. Puntualizó que no se debe tomar en cuenta solo un indicador, sino un conjunto de ellos para poder determinar si existen presiones de demanda en la economía. Manifestó que dicho conjunto de indicadores incluye los principales agregados macroeconómicos, los ejercicios técnicos que se pueden realizar sobre la brecha del producto, indicadores de tipo financiero, además de la evolución de los salarios en sus distintas mediciones. Concluyó que lo anterior está sujeto a la interpretación de cada uno de los miembros de la Junta, y que, inclusive tomando en cuenta un conjunto de indicadores, las conclusiones pueden ser diferentes. Finalmente, uno subrayó que dado el complejo entorno, el mercado laboral debe seguir siendo monitoreado de manera estrecha a fin de poder identificar con oportunidad su papel en la

formación de precios, destacando otro que sería importante seguir evaluando cuidadosamente la posibilidad del surgimiento de riesgos en este frente.

Sin embargo, un miembro enfatizó que no ha habido holgura en la economía por algún tiempo. En particular, reflexionó sobre la posición de la economía en el ciclo económico y las perspectivas de crecimiento en relación con el crecimiento promedio observado desde 2001. Destacó que desde mediados de 2011, la brecha del producto se tornó positiva y lo siguió siendo hasta principios de 2013 y que, a partir de ese momento y hasta el presente, la brecha del producto ha fluctuado alrededor de cero, quizá con cierto sesgo positivo desde finales de 2015 y hasta principios del presente año. Asimismo, indicó que el uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera ha venido registrando una tendencia creciente desde mediados de 2014, hasta situarse actualmente en niveles cercanos a máximos históricos. Por su parte, señaló que la brecha en el mercado laboral, considerando la tasa de desempleo y a los informales asalariados, se ha situado en terreno negativo persistentemente ya por varios trimestres y puntualizó que los costos unitarios de la mano de obra se han situado persistentemente por arriba de su tendencia durante ya también varios trimestres. Así, apuntó que tanto la brecha del producto, como indicadores de diversos mercados de insumos, parecen mostrar la inexistencia de holgura en la economía durante un periodo prolongado de tiempo. Agregó que lo anterior sugiere que la economía ha tenido poco espacio para absorber los diferentes choques en algunos sectores que han afectado a la inflación durante los últimos meses. Respecto a las perspectivas de crecimiento, destacó que implicarían que la actual desaceleración y contracción en el tercer trimestre serían temporales y que, hacia adelante, el producto crecería alrededor de su promedio de la última década y media, tanto en 2018 como en 2019, lo cual implicaría la expectativa de una brecha del producto alrededor de cero en los próximos dos años. También elaboró sobre algunas consideraciones respecto de la evolución de la economía en frecuencias más bajas que la del ciclo de negocios. Detalló que el crecimiento de la productividad factorial total ha sido prácticamente nulo y actualmente su nivel se sitúa por debajo de los niveles observados a principios de los años 90. Señaló, asimismo, que el tipo de cambio ha mostrado un sesgo a la depreciación a lo largo de las últimas dos décadas. Por otro lado, resaltó que se ha dado un deterioro fiscal por varios años, y que este a su vez se ha visto reflejado en el deterioro de

la cuenta corriente. Advirtió que, si bien la reducción en el déficit de la cuenta corriente en 2017 refleja el esfuerzo de consolidación fiscal efectuado este año, persisten riesgos sobre la sostenibilidad de estos ajustes. Argumentó que por diversas razones ha habido un claro sesgo a que se deprecie el tipo de cambio real en frecuencias más bajas, tales como el diferencial de inflaciones y productividades entre México y Estados Unidos, el deterioro de las finanzas públicas y de la cuenta corriente, así como la naturaleza de los choques que ha enfrentado la economía durante el último año y medio. Subrayó, en este contexto, que la depreciación promedio anual de 2001 a 2017 ha sido alrededor de 5 por ciento. Añadió que, tarde o temprano, esta presión subyacente sobre el tipo de cambio real, en baja frecuencia, tiene implicaciones importantes ante los riesgos que enfrenta la inflación. Además, estimó que un riesgo que afecta el crecimiento potencial, es que continúe el deterioro de la seguridad en el país, y apuntó que es posible que los efectos de la inseguridad sobre la inversión ya sean de consideración. Recalcó que todo lo anterior implica que existe poco espacio de absorción de choques de oferta a la inflación, y agregó que, en su opinión, la pregunta no es si existen presiones directas sobre los precios provenientes de la demanda agregada, sino si la inflación puede reducirse lo suficientemente rápido ante las condiciones tanto cíclicas como de más baja frecuencia bajo las que viene operando la economía y ante los riesgos que actualmente enfrenta.

La mayoría señaló que el panorama para la inflación en México se ha tornado más complejo, agregando uno que la trayectoria de desinflación enfrenta retos considerables. La mayoría mencionó que, en particular, desde el tercer trimestre de este año se registraron presiones sobre la cotización de la moneda nacional asociadas a diversos factores, especialmente las renegociaciones del TLCAN y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En el mismo sentido, consideró que la inflación general anual se vio afectada recientemente por choques adicionales no previstos, llevándola a niveles mayores a los anticipados. Así, un miembro recalcó que la trayectoria descendente de la inflación durante los últimos meses de 2017 que se preveía no se materializó. Así, si bien todos destacaron que la inflación general alcanzó 6.66 por ciento en agosto y se redujo en los siguientes dos meses, la mayoría agregó que la presencia de nuevos choques provocó que al mes de noviembre la inflación mostrara un aumento respecto a septiembre, al pasar de 6.35 por ciento a 6.63 por ciento. Uno de ellos mencionó que a pesar del entorno mundial favorable que enfrenta la inflación en México, esta

se ha mantenido elevada por tres factores: i) choques adversos que han propiciado una depreciación del tipo de cambio real y un incremento de tasas de interés a lo largo de toda la estructura temporal, ii) diversos choques de oferta sectoriales, y iii) la prevalencia de importantes riesgos internos y externos. Algunos coincidieron en que ha habido afectaciones tanto en el componente subyacente como en el no subyacente, si bien uno de ellos puntualizó que estas se han presentado de manera más importante en el componente no subyacente. La mayoría apuntó que, en particular, la variación anual del subíndice no subyacente se incrementó de 11.28 por ciento en septiembre a 11.97 por ciento en noviembre, en respuesta principalmente a incrementos en los precios de los energéticos, destacando el del gas L.P., así como el alza en los precios de ciertas verduras y frutas. Respecto al precio del gas L.P., un miembro notó que este registra variaciones anuales superiores al 40 por ciento, en parte asociado al comportamiento de los precios internacionales, los cuales han sido afectados por los recientes desastres naturales en la costa de Texas. Describió que, si bien se anticipa una pronta reducción en los precios internacionales, persisten dudas sobre si los distribuidores nacionales trasladarán los eventuales menores costos del gas a los consumidores. La mayoría señaló que la inflación subyacente también se incrementó, al pasar de 4.80 por ciento en septiembre a 4.90 por ciento en noviembre. Enfatizó que este comportamiento estuvo asociado, principalmente, a un incremento en los precios de las mercancías no alimenticias y a un repunte en los precios de los servicios. Un miembro sostuvo que este componente se ha visto afectado por un tipo de cambio del peso frente al dólar más débil de lo previsto, un aumento en los costos de insumos asociado a mayores precios de los energéticos, el incremento del salario mínimo y efectos de base de comparación en los precios de las telecomunicaciones, entre otros factores. Otro subrayó la fuerte persistencia que ha mostrado la inflación subyacente y su elevado nivel, particularmente en los servicios distintos a la vivienda y a las telecomunicaciones. Comentó que lo anterior es, en parte, reflejo de la ausencia de holgura en la economía.

La mayoría coincidió en que las expectativas de inflación del cierre de este año se elevaron entre septiembre y noviembre de 6.30 a 6.50 por ciento, en respuesta al incremento reciente de la inflación. Señaló que, no obstante lo anterior, las de mediano y largo plazo permanecieron alrededor de 3.50 por ciento. Algunos mencionaron que las expectativas para el cierre de 2018 mostraron un ligero

incremento, y uno apuntó que para finales de 2019, estas se sitúan claramente por arriba de 3 por ciento. Respecto a la información recabada de instrumentos de mercado, otro miembro sostuvo que los diferenciales entre las tasas de interés nominales y reales sobre valores gubernamentales apuntan a riesgos al alza para la inflación en el largo plazo. Destacó, además, que las expectativas de largo plazo, basadas en encuestas, se mantienen por encima de la meta pero estables, reconociendo otro que las diferencias entre plazos de estas expectativas sugieren que el aumento en la inflación será temporal.

Considerando el impacto de los choques anteriormente mencionados, así como el efecto del incremento al salario mínimo que entró en vigor en diciembre, en lugar de enero, la mayoría anticipa un cierre para la inflación general anual de 2017 mayor a la cifra de noviembre. Adicionalmente, prevé que la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento sea más lenta que la que se anticipaba, con lo cual espera que la inflación alcance niveles cercanos al objetivo a finales del próximo año, y que fluctúe alrededor de dicho nivel en 2019. Uno consideró que, si bien continúa proyectándose una caída importante de la inflación el año entrante, es probable que la general se mantenga por encima del límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3.0 por ciento, cuando menos durante la primera mitad del año. En cuanto a la inflación subyacente anual, la mayoría notó que, si bien esta se ha incrementado en los últimos meses, estima que alcance niveles moderadamente superiores a 3.0 por ciento a finales de 2018, subrayando uno que se prevé que dichos niveles sean superiores a los de la inflación general. La mayoría anticipó que dicho subíndice se mantendrá alrededor de ese nivel en 2019. También destacó que las previsiones anteriores consideran una reducción importante de la inflación no subyacente a partir de enero de 2018, en la medida que no se repitan los choques que la han afectado este año, así como un comportamiento ordenado del tipo de cambio y ausencia de presiones provenientes del mercado laboral. Un miembro advirtió que las proyecciones de una fuerte caída de la inflación no subyacente en 2018 están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Otro coincidió con lo anterior y agregó que esto podría retrasar aún más la trayectoria de desinflación prevista. Señaló que al considerar escenarios de riesgo de depreciación y de volatilidad asociada al proceso electoral, la convergencia de la inflación general a su meta podría retrasarse hacia mediados o el tercer trimestre de 2019. Al respecto, otro integrante opinó que, si bien actualmente la economía no registra

presiones importantes sobre los precios, tampoco muestra mucho espacio para que la inflación presente una clara tendencia a la baja en la medida en que se reviertan los diversos choques de oferta que la han perturbado, y a la luz de los numerosos riesgos que actualmente enfrenta.

Todos los miembros consideraron que, dados los choques que han afectado a la inflación de manera reciente, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado y es al alza. Uno añadió que se ha tornado más complejo evaluarlo, mientras que otro señaló que dicho balance es abrumadoramente negativo. Como riesgo al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria o fiscal en los Estados Unidos o a la volatilidad asociada al proceso electoral de 2018. Un integrante argumentó que posiblemente el principal riesgo que la economía enfrenta es el de un choque adverso a su crecimiento potencial, ya sea por una salida de Estados Unidos del TLCAN, una renegociación adversa del mismo para México, o por un escenario post-electoral que pudiera afectarlo. Recalcó que dichos escenarios también implicarían fuertes presiones para que se deprecie el tipo de cambio real. Asimismo, expuso que otro riesgo provendría de un choque inflacionario en Estados Unidos o de que se materializara un escenario de elevada inestabilidad financiera internacional. Advirtió que la posibilidad de que se deteriore la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos podría implicar presiones adicionales sobre el nivel y la volatilidad del tipo de cambio. Resaltó, en este contexto, que el riesgo de una posible reversión de los flujos de capital podría tener consecuencias considerables sobre la inflación. Además, señaló que otro riesgo importante para la inflación es la debilidad estructural que muestran las finanzas públicas. Consideró que, en el actual entorno de gran incertidumbre, una baja de calificación de riesgo soberano podría tener consecuencias muy desfavorables. Finalmente, sostuvo que el elevado nivel y volatilidad de la inflación podrían afectar adversamente la dinámica de los precios en la economía a través del fenómeno conocido como histéresis. La mayoría añadió como otro riesgo que los precios de los bienes agropecuarios y de los energéticos, en particular del gas L.P., presenten presiones adicionales. Algunos miembros apuntaron que ante los riesgos descritos y los choques que están incidiendo sobre el comportamiento de los precios, existe la posibilidad de que se desanclen las expectativas de inflación

de largo plazo. La mayoría mencionó que, tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría reflejarse en la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja, coincidió en que la moneda nacional podría apreciarse en caso de que el resultado de las negociaciones del TLCAN sea favorable. Adicionalmente, sostuvo que la actividad económica podría presentar un menor dinamismo que el anticipado.

La mayoría señaló que la cotización de la moneda nacional ha fluctuado en niveles similares a los observados en la última decisión de política monetaria, si bien uno destacó que esta se ha mantenido en niveles elevados. Respecto a las tasas de interés, la mayoría apuntó que estas aumentaron ligeramente para todos sus horizontes, en tanto que la pendiente de la curva de rendimientos permaneció prácticamente sin cambios. Un integrante resaltó que el comportamiento anterior refleja la postura monetaria adoptada por el Banco de México, que ha mantenido su tasa en 7 por ciento, con una tasa de interés real ex ante de corto plazo ligeramente superior a 3 por ciento. La mayoría indicó también que los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos para el corto y el mediano plazo disminuyeron, mientras que aquellos para horizontes de largo plazo se incrementaron ligeramente. En este sentido, uno comentó que la prima por plazo en México mostró una fuerte compresión como resultado del relajamiento monetario implementado en Estados Unidos a partir de la crisis financiera global, si bien actualmente el diferencial de dicha prima respecto a la de ese país es de alrededor de 150 puntos base. Además, consideró que el retiro del estímulo monetario en dicho país, así como los actuales niveles de inflación en México, mantienen una presión al alza en las tasas de interés a lo largo de toda su estructura intertemporal. La mayoría señaló que los mercados financieros nacionales y principalmente, la cotización de la moneda nacional, han sido influenciados por factores como la incertidumbre en torno a las negociaciones del TLCAN y la expectativa de que la Reserva Federal continúe con el proceso de normalización de su política monetaria. Algunos miembros coincidieron que hacia adelante, estos factores, así como la posible aprobación de una reforma fiscal en Estados Unidos y el proceso electoral del país en el próximo año, afectarán a los mercados financieros. Uno añadió que la evolución del apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales y la percepción de una actitud más cautelosa por parte del Banco de México también han influenciado el

desempeño de los mercados financieros nacionales. Otro agregó como riesgos, que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos pudiera ser más complicado de lo que se anticipa por la posibilidad de una sorpresa inflacionaria en ese país o un escenario de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales.

La mayoría apuntó que ante el complejo entorno que la economía mexicana sigue enfrentando, es relevante que las autoridades perseveren en mantener la solidez de los fundamentos macroeconómicos del país. En este contexto, destacó que tanto las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de la inflación a su meta, como el compromiso del Gobierno Federal en relación con el cumplimiento de las metas fiscales para 2017 y 2018, han contribuido a fortalecer los fundamentos macroeconómicos del país. En particular, subrayó que el Paquete Económico para 2018 aprobado por el H. Congreso de la Unión refrenda el compromiso de continuar con la consolidación fiscal. Uno mencionó que un marco macroeconómico sólido reduce la posibilidad de ajustes abruptos en los portafolios de inversión. Otro miembro señaló que aún persiste una debilidad estructural de las finanzas públicas, prevaleciendo el riesgo de que la consolidación fiscal no sea sostenible hacia adelante. Asimismo, añadió que el deterioro de la cuenta corriente en los últimos años posiblemente ha reflejado el debilitamiento de la postura fiscal. Indicó que los choques y riesgos que enfrenta la economía, así como las condiciones cíclicas y de más baja frecuencia por las que esta atraviesa, se traducen en presiones subyacentes persistentes sobre el tipo de cambio real y las tasas de interés de largo plazo. Detalló que, ante este entorno, se requiere que las políticas fiscal y monetaria reflejen mayor astringencia. Por su parte, consideró que en la medida en que la postura fiscal se modifique en mayor proporción, una mayor parte del ajuste requerido por la economía se daría a través de una depreciación del tipo de cambio real, mientras que si la mayor parte del ajuste se da por cambios en la política monetaria, una mayor parte del mismo recaería sobre las tasas de interés. Comentó que lo anterior tendría importantes efectos sobre la composición de la demanda agregada en tres márgenes: gasto doméstico frente a gasto externo, gasto privado frente a gasto público, y gasto en consumo frente a gasto en inversión. Afirmó que en la medida en la que haya menor espacio para efectuar acciones adicionales de consolidación fiscal, una mayor parte de los ajustes requeridos harían necesarias mayores acciones por parte de la

política monetaria. Por su parte, la mayoría mencionó que es de destacarse la renovación anticipada de la Línea de Crédito Flexible que México tiene con el Fondo Monetario Internacional por dos años más, en reconocimiento de la solidez del marco macroeconómico del país. Finalmente, concordó en que es pertinente enfatizar la importancia que reviste para la evolución del PIB potencial la implementación eficaz de las reformas estructurales y la adopción de medidas que propicien una mayor productividad.

Sobre la política monetaria en México, todos los miembros comentaron que, como ya se mencionó, es relevante considerar que el panorama para la inflación se ha tornado más complejo, alcanzando niveles más elevados a los anticipados y con un balance de riesgos al alza. Un integrante reconoció que aún se enfrenta un entorno marcadamente incierto y la economía podría registrar presiones inflacionarias adicionales de consideración en los próximos meses, las cuales deberían ser monitoreadas y evaluadas en relación con sus efectos sobre la trayectoria de desinflación esperada. En este contexto, todos destacaron que dada la simultaneidad y magnitud de los choques que han venido afectando a la inflación, y los altos niveles que esta ha registrado recientemente, el principal reto que enfrenta la Junta de Gobierno es mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Uno de ellos apuntó que, en efecto, existe el riesgo de que se desanclen las expectativas a pesar de no observarse presiones significativas de demanda sobre los precios, dada la evolución reciente de la inflación y el balance de riesgo al alza para esta, incluyendo la elevada probabilidad de que el escenario que enfrente la economía en los siguientes meses implique presiones sobre el tipo de cambio. Un miembro señaló que el ajuste en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal implica un deterioro de la postura monetaria relativa de México respecto a la de Estados Unidos, debilitando uno de los principales canales a través de los cuales el apretamiento de la política monetaria ha venido operando. Otro mencionó que en ausencia de un ajuste al menos equivalente de la política monetaria en México, en virtud de la elevada incertidumbre, podría generarse una depreciación adicional del tipo de cambio y mayores presiones sobre la inflación. Algunos argumentaron que bajo el entorno actual, la postura de política monetaria vigente no es congruente con una trayectoria convergente de la inflación a la meta de 3.0 por ciento hacia finales del próximo año. En este contexto, otro recalcó que dada la perspectiva de que la convergencia de la inflación a su meta se retrase, es necesario reforzar la restricción

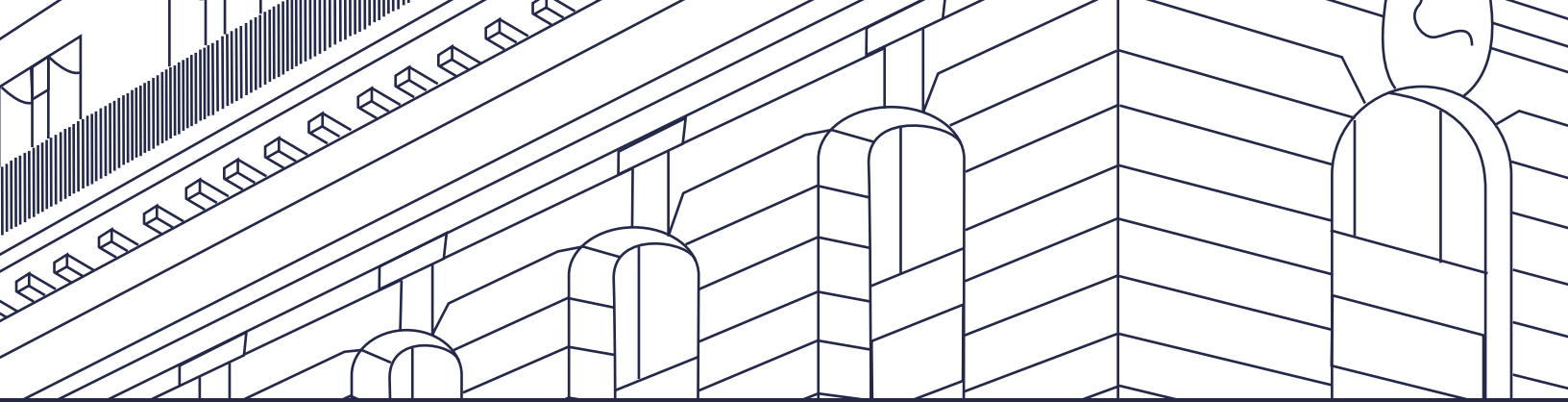
monetaria. Un miembro indicó que para definir la magnitud del ajuste es indispensable considerar la fase de desaceleración por la que está atravesando la economía, la expectativa de que no se presenten presiones de demanda sobre los precios durante el periodo de influencia de la política monetaria y la naturaleza de los factores que están afectando a la inflación. Otro integrante destacó que, bajo un enfoque de administración de riesgos para la política monetaria y considerando las circunstancias cíclicas y de baja frecuencia actuales, así como el adverso balance de riesgos que enfrenta la inflación, sería más costoso el error de no subir la tasa en caso de que fuese necesario, que el de subirla aun cuando no lo fuese. En este contexto, señaló que una postura monetaria defensiva, congruente con una curva de rendimientos muy plana, es necesaria ante la coyuntura cíclica actual, así como ante los riesgos que la inflación enfrenta. Otro integrante recalcó que en virtud de los elevados niveles de inflación, su persistencia y los riesgos a los que se hace frente, y dependiendo del comportamiento de los precios y sus perspectivas en los próximos meses, es probable que sea necesario incrementar nuevamente la tasa de referencia, inclusive durante la siguiente reunión de política monetaria. Destacó la importancia de lograr la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que preserve la credibilidad del Banco y tome en consideración que este proceso debe llevarse a cabo al menor costo posible para la actividad económica. Advirtió que es difícil estimar con precisión el efecto de la política monetaria sobre la actividad y la inflación, por lo que la política monetaria tendrá que seguirse ajustando conforme las circunstancias lo requieran. En su opinión, la Junta de Gobierno deberá evaluar cuidadosamente el horizonte en el que se pretende alcanzar la meta de inflación, a fin de evitar un costo excesivo para la actividad económica. No obstante, enfatizó que bajo ninguna circunstancia debe permitirse que se vea debilitada la credibilidad del Banco Central. Otro integrante subrayó que es complicado saber si la reducción en la inflación es eficiente o excesiva o no en términos del impacto sobre la demanda agregada de un incremento en la tasa de referencia de la política monetaria, ya que el llamado coeficiente de sacrificio es difícil de medir al ser endógeno a las propias acciones de política monetaria. Apuntó que si la política monetaria es creíble, entonces es más efectiva y enfrenta un menor coeficiente de sacrificio. Adicionalmente, este integrante consideró que para evaluar la postura de política monetaria es conveniente hacer reflexiones sobre la posición de la economía en el ciclo y sus perspectivas de crecimiento respecto a su promedio de largo plazo. Señaló que la política monetaria no puede afectar

el crecimiento potencial de la economía, sino simplemente alinear el crecimiento de la demanda agregada al crecimiento potencial –a través de diferentes canales–, sujeto a que cierto déficit de la cuenta corriente sea sostenible y financiable. Asimismo, destacó que hacia adelante la política monetaria debe enfatizar que, hasta que no se definan algunos de los factores de riesgo mencionados, no se debería debilitar la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos. Todos destacaron que, dado lo expuesto anteriormente, la Junta de Gobierno deberá mantenerse vigilante en todo momento con una comunicación muy prudente.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Dada la simultaneidad y magnitud de los choques que han venido afectando a la inflación, y los altos niveles que esta ha registrado recientemente, el principal reto que enfrenta la Junta de Gobierno en el entorno descrito es el de mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y reforzar la tendencia descendente de la inflación general hacia su meta. Por ello, la mayoría de la Junta de Gobierno decidió aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7.25 por ciento. Un miembro votó por incrementar el objetivo para la tasa de interés de referencia en 50 puntos base.

Hacia adelante, la Junta seguirá muy de cerca la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, el traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios y la evolución de las condiciones de holgura de la economía. Ante la intensificación de los riesgos que pudieran afectar a la inflación, la Junta estará vigilante y, en caso de ser necesario, tomará las acciones correspondientes, tan pronto como se requiera, para asegurar que se mantenga una postura monetaria que fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y logre la convergencia de esta a su objetivo.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 28 de diciembre de 2017

