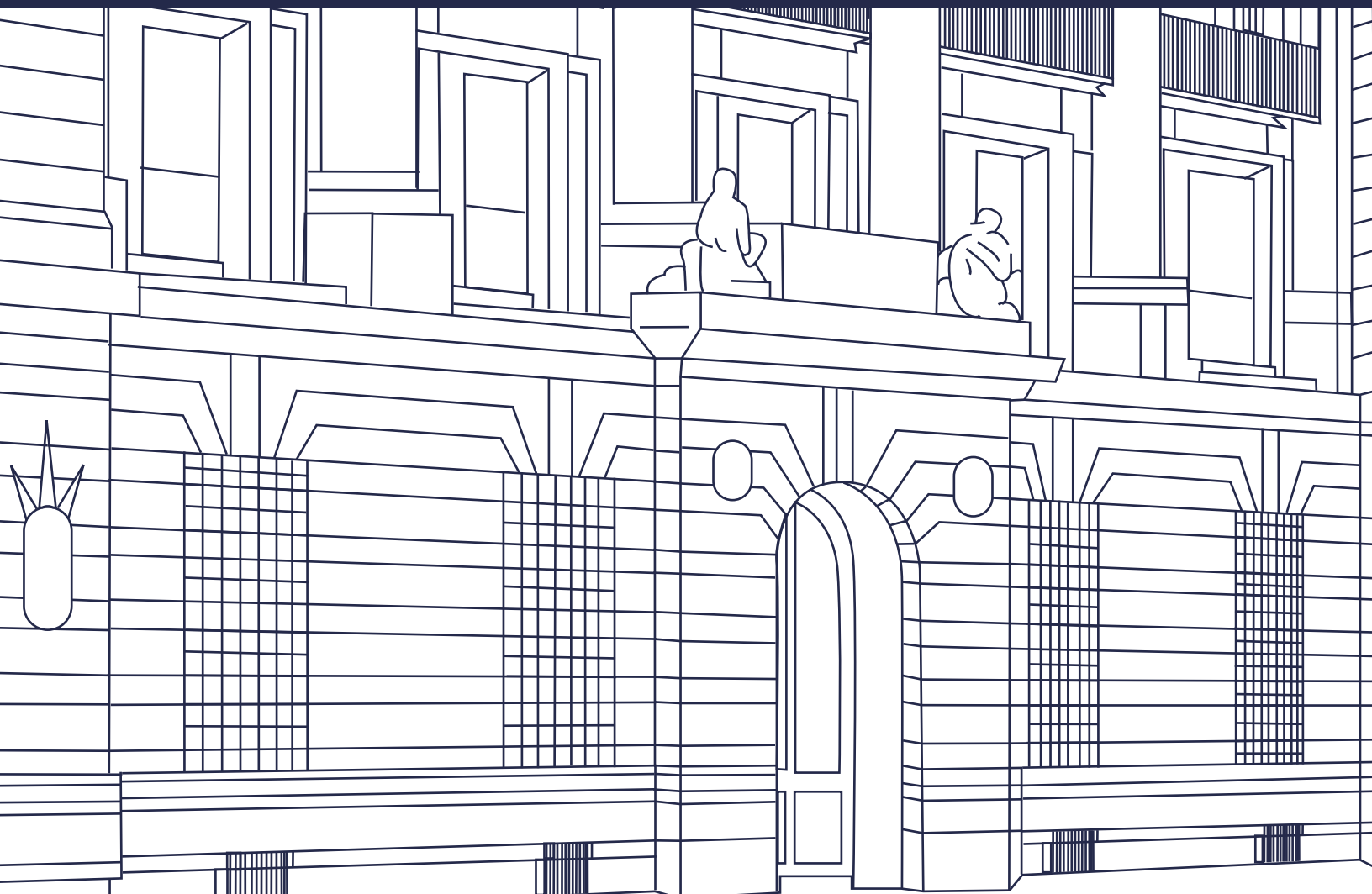




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 61

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 2 de agosto 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: 1 de agosto 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. Miguel Messmacher Linartas, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

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

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

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

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

Todos los miembros destacaron que, de acuerdo a los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2018, la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo relativamente elevado. Uno notó que esta creció por encima del potencial durante el primer semestre del año. No obstante, todos señalaron que se ha incrementado la divergencia en el crecimiento entre países y regiones. La mayoría indicó que los pronósticos de un crecimiento sólido para la economía mundial se mantienen para este año, a lo que uno añadió que este escenario se mantiene también para 2019. Sin embargo, todos coincidieron en que la evolución de la economía mundial está sujeta a incertidumbre y que los factores de riesgo a la baja para el crecimiento global han aumentado incluso en el corto plazo y, en mayor medida, en el mediano plazo. Todos consideraron que entre los principales riesgos para la economía global destacan: i) un escalamiento de las disputas comerciales; ii) un

posible apretamiento en las condiciones financieras; y, iii) una materialización de riesgos geopolíticos.

Con relación al primer riesgo, algunos mencionaron que, recientemente, se han observado amenazas proteccionistas por parte de algunos países. Destacaron que Estados Unidos ha adoptado algunas medidas de este tipo y ha anunciado la posibilidad de imponer aranceles adicionales, lo cual ha propiciado represalias comerciales por parte de los países afectados. En particular, uno de ellos alertó sobre la posibilidad de que Estados Unidos imponga aranceles adicionales a China, así como barreras a las importaciones automotrices. Así, todos enfatizaron que el comercio internacional ya refleja afectaciones derivadas de las políticas proteccionistas. Al respecto, uno destacó que ya se aprecia una tendencia a la baja en el volumen de comercio de las economías emergentes, especialmente en Asia y América Latina, así como efectos de este entorno en los índices de gerentes de compra de estas últimas regiones. Otro sostuvo que en la zona del euro y en Asia se han registrado descensos de los nuevos pedidos manufactureros para exportación. Asimismo, puntualizó que algunos estudios recientes señalan que medidas proteccionistas como las que se están implementando podrían afectar significativamente la inversión y los flujos de capital internacionales en la economía mundial, especialmente si impactan negativamente la confianza. En este contexto, algunos sostuvieron que la posibilidad de un escalamiento de las tensiones comerciales se encuentra lejos de disiparse, a pesar de que en días recientes representantes de Estados Unidos y de la Unión Europea acordaron mantener sin cambios el sistema arancelario que rige su comercio bilateral, con miras incluso a una mayor liberalización.

Respecto al segundo riesgo, la mayoría hizo referencia a un posible apretamiento de las condiciones financieras globales como consecuencia de un proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos más rápido al anticipado, en un contexto caracterizado por niveles de endeudamiento a nivel internacional incluso superiores a aquellos previos a la crisis financiera global. En ese entorno, uno advirtió que este riesgo se ha incrementado dada la posición cíclica de la economía estadounidense y la adopción de una política fiscal expansiva.

Con relación al tercer riesgo, un miembro expuso que en el Medio Oriente y en otras regiones continúan presentes tensiones geopolíticas sin signos de atenuación. Otro detalló que, si bien las tensiones asociadas a Corea del Norte parecen

haber disminuido, se han incrementado aquellas relativas a Irán y a los efectos de los bloqueos que le ha impuesto Estados Unidos. Agregó que, aunque este tipo de riesgos son de baja probabilidad, podrían tener importantes repercusiones tanto en los precios de algunas materias primas como en el apetito global por riesgo.

En adición a los riesgos anteriores, algunos miembros mencionaron otros factores que también podrían afectar negativamente al desempeño de la economía mundial. En particular, uno argumentó que una probable desaceleración en Estados Unidos también constituye un riesgo al crecimiento global. Algunos señalaron que una desaceleración en ese país podría presentarse dada la fase avanzada de su ciclo económico, e incluso uno de ellos mencionó que la posibilidad de una recesión en los siguientes años podría agravarse debido al deterioro en sus finanzas públicas. Por su parte, otro sostuvo que la evolución de los precios del petróleo podría tener un impacto negativo en el ritmo de expansión de la actividad económica mundial. Ello considerando que, si bien la recuperación de los precios del petróleo, desde sus niveles mínimos de 2016, se ha revertido parcialmente en los últimos meses, estos podrían alcanzar niveles por encima de lo esperado por los mercados, en caso de presentarse interrupciones en la oferta. Finalmente, algunos señalaron que la incertidumbre en torno a los procesos electorales en países avanzados y emergentes, así como a los términos y condiciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, también puede incidir adversamente en los niveles de confianza y, a través de este canal, en la inversión y el crecimiento globales.

Con relación a la inflación mundial, algunos miembros mencionaron que en las economías avanzadas, esta continúa convergiendo gradualmente a los objetivos establecidos. Uno de ellos mencionó que el fortalecimiento de los mercados laborales, así como el encarecimiento de los combustibles, han causado leves aumentos en los precios a nivel global. En este sentido, consideró que es previsible que hacia finales de 2018 la inflación mundial se acerque a 2%, especificando que en algunas regiones dicho proceso será más lento que en otras. Destacó que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo empieza a mostrar ciertos indicios de deterioro. Además, sostuvo que se prevé que persistan varios factores de riesgo para la inflación en el mediano plazo, entre los que destacan la persistencia de la tendencia alcista en los precios de los combustibles y los problemas que podrían presentarse en ciertas

economías emergentes, originados por desbalances externos o fiscales.

Respecto al desempeño de las economías avanzadas, algunos mencionaron que varias de ellas podrían haber alcanzado incluso el nivel máximo de su ciclo. En el caso de Estados Unidos, la mayoría señaló que la actividad económica aceleró su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, lo que en parte obedeció al estímulo fiscal adoptado. Uno puntualizó que este desempeño reflejó la expansión de la mayor parte de los componentes de la demanda agregada. Otro apuntó que la expansión de la demanda interna también ha respondido a los bajos niveles de desempleo. Al respecto, algunos añadieron que estos han alcanzado cifras mínimas en varias décadas. En este sentido, otro agregó que las condiciones en el mercado laboral se mantienen apretadas y destacó que los salarios y las remuneraciones, así como el índice de costos laborales, muestran una tendencia al alza. Así, algunos mencionaron que este entorno de reducida holgura podría conducir a mayores presiones sobre la inflación. En línea con lo anterior, algunos notaron que las condiciones del mercado laboral se han visto reflejadas en una tendencia al alza de la inflación y de sus expectativas, sobre todo las de corto y mediano plazos. Respecto de las perspectivas de crecimiento, algunos apuntaron que los indicadores oportunos sugieren que el PIB de ese país seguirá creciendo a un ritmo elevado en lo que resta del año. Uno de ellos precisó que tanto por la fase cíclica en la que se encuentra la economía, como por la temporalidad del estímulo fiscal, se prevé que se mantendrá una sólida expansión económica no solo en el resto de 2018, sino también en 2019. En este contexto, uno apuntó que, en efecto, los pronósticos de crecimiento para Estados Unidos se han venido revisando al alza, si bien, como ya se mencionó, algunos advirtieron sobre la posibilidad de una desaceleración en los años subsecuentes. Respecto de otras economías avanzadas, la mayoría destacó que, en contraste con el dinamismo económico de Estados Unidos, en la zona del euro, Reino Unido y Japón la información más reciente apunta a una desaceleración. Algunos comentaron que las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja para estas tres economías. Uno de ellos especificó que estas revisiones reflejaron sorpresas negativas de la actividad económica a principios de 2018.

Respecto de la política monetaria en economías avanzadas, un integrante apuntó que, en general, las expectativas de política monetaria en estas mostraron pocos cambios y que, si bien los bancos centrales han advertido sobre los riesgos que

conlleva un mayor proteccionismo a nivel global, la actividad económica hasta el momento ha mostrado un buen dinamismo y la inflación continúa convergiendo gradualmente a los objetivos establecidos. Profundizando en el caso de Estados Unidos, la mayoría resaltó que, como se anticipaba, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión de agosto y reiteró su previsión de aumentos graduales. Algunos indicaron que se mantiene la expectativa de dos incrementos de 25 puntos base en lo que resta del año. Uno destacó que la Reserva Federal ha venido enfrentando el entorno que ha caracterizado a la economía estadounidense sin mayores sobresaltos, tanto a través de incrementos graduales en su tasa de referencia, como a través de su guía futura para la política monetaria. La mayoría señaló que existen factores que podrían exacerbar las presiones inflacionarias y tener un impacto en la trayectoria de las tasas de interés estadounidenses, tales como la estrechez de su mercado laboral, las medidas de estímulo fiscal y las políticas proteccionistas anunciadas. Por su parte, otro resaltó que la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro se encuentra relativamente plana, lo que parece reflejar, por un lado, la expectativa de aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo y, por el otro, que se han mantenido las condiciones que han dado lugar a una baja prima por plazo. Concluyó que el proceso de normalización monetaria en el corto plazo actualmente está sujeto a mayores riesgos y a un entorno de mayor incertidumbre, a pesar de que fue planeado y anunciado para darse de forma gradual y sin sorpresas. Añadió que en el largo plazo, parecerían persistir condiciones en los mercados que apuntan a una tasa de inflación baja.

En cuanto a la política monetaria en otras economías avanzadas, un miembro mencionó que en el caso del Banco Central Europeo, este dejó sin cambio sus tasas de referencia, en parte debido a un desempeño económico más débil de lo esperado y a que el nivel de la inflación aún se encuentra por debajo de su meta, por lo que se percibe una postura ligeramente más acomodaticia de la prevista. En cuanto al Banco de Japón, destacó que este también mantuvo sin cambios su tasa de referencia y se comprometió a mantener una política monetaria altamente acomodaticia por un período más prolongado, a través del control de la curva de rendimientos y la introducción de una guía sobre la evolución de las tasas de interés. Respecto del Banco de Inglaterra, señaló que, a pesar de que en el Reino Unido se observa una evolución favorable de la inflación, esta se mantiene por encima de la meta del 2%. Además, mencionó que, dadas las

fuertes presiones salariales, las expectativas de inflación se ubican en el nivel máximo de los últimos cuatro años. En este contexto, comentó que se espera que en su próxima reunión el Banco de Inglaterra incremente su tasa objetivo en 25 puntos base, para dejarla en 0.75%. En este sentido, algunos concluyeron que se sigue anticipando un retiro gradual del estímulo monetario en estos países. Uno de ellos afirmó que se estima que dicho proceso en Estados Unidos sea más rápido que en otras economías avanzadas.

En lo referente a las economías emergentes, un miembro comentó que se mantiene la previsión de incrementos moderados de la actividad económica durante este año y el siguiente, con lo que estas economías acumularían cuatro años consecutivos de aceleración en el crecimiento del PIB. No obstante, algunos mencionaron que para algunas de estas economías se actualizaron a la baja las proyecciones de crecimiento. Uno de ellos puntualizó que en el caso de economías asiáticas, esto obedeció a la contracción en el flujo de comercio en los últimos meses. Respecto a la economía china, señaló que esta ha presentado una desaceleración gradual, mientras que otro agregó que se ha incrementado la incertidumbre sobre dicha economía, aunque sobre una base de crecimiento aún sólido. Uno resaltó que el panorama para los países exportadores de petróleo ha repuntado ligeramente. En este contexto, algunos miembros apuntaron que también existe divergencia en el crecimiento entre las economías emergentes. Respecto de la inflación en estas economías, un miembro agregó que en la mayoría de los casos las últimas lecturas permanecen en niveles inferiores a los objetivos, sin embargo, en algunos casos, se han visto afectadas por la depreciación de las monedas locales y en otros por el alza en los precios de los combustibles. Argumentó que en respuesta a lo anterior, los respectivos bancos centrales han optado por una retórica más vigilante y se anticipa que adopten una postura más restrictiva en sus próximas decisiones de política monetaria.

La mayoría de los miembros señaló que los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad en las últimas semanas. Algunos agregaron que además se han observado incrementos en la aversión al riesgo, así como una elevada sensibilidad a la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y otros países. Algunos detallaron que esto ha causado una salida de capitales extranjeros de las economías emergentes. En este contexto, la mayoría destacó que los precios de los activos en estas economías registraron un comportamiento negativo, en especial

los correspondientes a países asiáticos. Al respecto, algunos enfatizaron el caso de China. En contraste, uno de ellos comentó que la mayoría de los activos financieros de países desarrollados mostraron cambios marginales. Sobre este punto, otro precisó que las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 2 años alcanzaron niveles cercanos a 2.70% y registraron un aumento de alrededor de 140 puntos base de septiembre a la fecha. Añadió que las de los bonos a 10 y 30 años se ubican en 3.00% y 3.13%, y que presentaron alzas de alrededor de 95 y 45 puntos base, respectivamente, en el mismo periodo. Asimismo, la mayoría resaltó el fortalecimiento del dólar. Uno de ellos mencionó que ello se encuentra asociado con la expectativa de un mayor crecimiento relativo de la demanda agregada en Estados Unidos respecto a otras economías avanzadas, en parte como resultado del impulso fiscal en ese país. Otro señaló que el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal también ha implicado depreciaciones de las divisas de los países emergentes en un rango entre 1% y 4%. Hacia adelante, uno apuntó que se espera que la apreciación real del dólar se mantenga en los siguientes trimestres. Además, argumentó que las condiciones monetarias en Estados Unidos están apretándose por ambas vías: el incremento en las tasas de interés de corto plazo, así como la apreciación nominal del dólar, lo cual, a su vez, ha venido propiciando un cierto apretamiento de las condiciones financieras. Por otra parte, respecto a los precios de otros activos y de los bienes primarios, uno afirmó que los precios de las acciones del sector automotriz disminuyeron significativamente ante la posibilidad de que en Estados Unidos se impongan aranceles a la importación de automóviles, al tiempo que los precios de metales industriales se ajustaron a la baja ante el posible debilitamiento de la actividad económica y la consecuente disminución de la demanda por materias primas. Respecto a esto último, otro añadió que no se espera que los precios de las materias primas muestren alzas importantes en el futuro previsible, y que incluso las curvas de futuros de los precios del petróleo no muestran perspectivas de fuertes incrementos en el corto plazo y que muestran un grado importante de contango.

Hacia adelante, la mayoría añadió que en el corto plazo se perciben riesgos, como los previamente descritos para el crecimiento económico global, que pueden seguir generando volatilidad en los mercados financieros internacionales. Algunos mencionaron que en este entorno, se pueden presentar mayores incrementos en las tasas de

interés y un fortalecimiento adicional del dólar, así como una reducción importante en el apetito por riesgo y salidas de capital de economías emergentes. Uno de ellos agregó que lo anterior podría intensificarse en caso de que se materializara un entorno más adverso para el comercio internacional. En el caso de China, otro integrante hizo referencia a las posibles repercusiones sobre los mercados financieros de las medidas de relajamiento fiscal y monetario anunciadas recientemente en dicho país. Apuntó que si bien las autoridades han señalado que su objetivo es evitar afectaciones en la demanda interna derivadas de las tensiones comerciales y otras fuentes de incertidumbre de origen externo, dichas políticas también pueden dar lugar a presiones adicionales sobre su moneda y aumentar los riesgos asociados a los crecientes niveles de deuda de China.

Todos los integrantes de la Junta advirtieron que la información oportuna indica que en el segundo trimestre de 2018 la actividad económica en México mostró una contracción respecto al trimestre anterior. Al respecto, uno señaló que dicha desaceleración parece estar haciéndose evidente tanto en los indicadores de oferta como en los de demanda. Por el lado de la demanda agregada, la mayoría mencionó que se observó una reversión en el dinamismo que había mostrado en el trimestre previo la inversión y un debilitamiento de las exportaciones, si bien consideró que el consumo privado tuvo un comportamiento positivo. Uno de ellos argumentó que el comportamiento de la demanda agregada refleja que la economía continúa ajustándose a un entorno de elevada incertidumbre y de una reducción en la disponibilidad de recursos externos, así como de una depreciación del tipo de cambio real. Algunos detallaron que la inversión atenuó su dinamismo tanto en el componente de construcción, debido al desvanecimiento del impacto de los esfuerzos de reconstrucción realizados después de los sismos del año pasado, como en el de maquinaria y equipo importados. Uno de ellos reiteró que lo anterior obedece fundamentalmente a la persistencia de un entorno incierto derivado tanto de factores internos como externos. En cuanto a las exportaciones, argumentó que las manufactureras podrían estar resintiéndose, en parte, el efecto de un menor ritmo de expansión del comercio mundial, afectando en particular a las ventas externas a países distintos de Estados Unidos. Por el lado de la producción, algunos apuntaron la contracción del sector primario, mientras que la mayoría indicó que el sector secundario continúa mostrando atonía y que el sector terciario muestra signos de desaceleración. Respecto a la desaceleración del sector industrial,

algunos sostuvieron que esta se asocia a una tendencia negativa en el sector de la construcción, a lo que uno añadió la desaceleración de la producción manufacturera.

La mayoría indicó que es previsible que en 2018 el crecimiento del producto se ubique en la parte inferior del rango previsto en el último Informe Trimestral, de 2 a 3%. Resaltó que esta previsión obedece a la debilidad mostrada en el segundo trimestre del año, y uno agregó que también refleja la perspectiva de que la inversión continúe débil en los próximos trimestres. Otro miembro consideró que tomando en cuenta que ya transcurrió la mitad del año, esta corrección de medio punto porcentual en el pronóstico del crecimiento es considerable y que para dicho miembro implicó una revisión de sus perspectivas para el crecimiento y la inflación en los próximos meses. No obstante lo anterior, la mayoría señaló que se mantiene la previsión de un fortalecimiento para 2019, aunque algunos indicaron que se anticipa un entorno de mayor incertidumbre en el próximo año. En este sentido, uno de ellos manifestó que bajo las circunstancias actuales es difícil hacer una evaluación del comportamiento de la actividad económica en la segunda mitad de 2018 y para 2019.

La mayoría de los miembros comentó que, ante la incertidumbre derivada del complejo entorno que enfrenta la economía mexicana, el balance de riesgos para su crecimiento continúa sesgado a la baja. Además de los riesgos globales descritos previamente, la mayoría mencionó la incertidumbre sobre la renegociación del TLCAN y el futuro de la relación bilateral con Estados Unidos. Al respecto, algunos apuntaron que, si bien recientemente se han observado señales positivas sobre el rumbo de las negociaciones del Tratado, los riesgos de una negociación prolongada o de un resultado desfavorable no han desaparecido, lo que puede repercutir aún más en la demanda interna, especialmente en la inversión. Como un riesgo adicional, uno agregó la posibilidad de que la plataforma de producción petrolera continúe significativamente por debajo de lo programado en lo que resta de 2018. Asimismo, la mayoría destacó la incertidumbre respecto a las estrategias, políticas y planes que llevará a cabo la nueva administración. Al respecto, uno argumentó que la falta de detalles acerca de las acciones que tomará la nueva administración en diversos ámbitos también acarrea riesgos para la evolución de la demanda interna en la segunda mitad de 2018 y en 2019. Además, recaló la posibilidad de que en este año se registre una disminución del gasto agregado en el segundo semestre, como en periodos electorales anteriores.

Entre los riesgos para el crecimiento potencial de mediano y largo plazo, otro notó la posible modificación de la postura fiscal por parte de la nueva administración, así como el deterioro en las condiciones de acceso de nuestro país al comercio internacional. Por último, uno destacó la incertidumbre respecto a las medidas necesarias para incrementar la productividad de la economía mexicana y la adecuada utilización de factores productivos.

La mayoría comentó que se estima que las condiciones de holgura en la economía mexicana mostraron un relajamiento. Además, mencionó que las perspectivas de crecimiento implicarían brechas de producto menos estrechas de lo previamente estimado para los próximos trimestres. Al respecto, uno de ellos sostuvo que se anticipa que la economía crezca incluso por debajo de su potencial en dicho periodo y que la brecha del producto se sitúe alrededor de cero en el próximo año. Enfatizó que dichas perspectivas implican que las condiciones de holgura se relajarían más rápido que lo previsto anteriormente, lo que podría tener consecuencias importantes sobre la evolución de la inflación subyacente en los próximos meses. Por otra parte, la mayoría apuntó que los indicadores del mercado laboral se mantienen en condiciones estrechas. Al respecto, uno de ellos destacó que la tasa de desocupación nacional parece haberse estabilizado alrededor de 3.4%, por debajo de la estimación de la NAIRU. Otro de ellos argumentó que la información más reciente muestra una menor expansión del empleo formal y un aumento de la tasa de desempleo, aunque consideró que es demasiado pronto para extraer una conclusión de dichas cifras. Algunos señalaron que los indicadores de holgura de la actividad económica no reflejan presiones de demanda sobre la inflación. Otro enfatizó que, si bien los indicadores salariales han mostrado incrementos moderados, estos podrían verse presionados considerando la falta de holgura en el mercado laboral y que, por ello, las revisiones salariales deberán ser evaluadas estrechamente a fin de identificar cabalmente sus efectos sobre la formación de precios. Añadió que, en este contexto, cobra relevancia que las alternativas que se han planteado para la revisión de diversos indicadores salariales, consideren las ganancias en productividad y que no conlleven una presión generalizada de costos en la economía.

Respecto de la inflación general, todos los miembros coincidieron en que, luego de la disminución registrada a principios de año, esta repuntó a partir de junio. La mayoría señaló que en la primera quincena de julio de 2018 la inflación se ubicó en

4.85%, nivel superior al 4.65% de junio y al 4.51% de mayo. Todos consideraron que este aumento se explica principalmente por un repunte en el componente no subyacente, como consecuencia de la alza registrada en los precios de las gasolinas y del gas L.P. Señalaron que los efectos indirectos del aumento de dichos productos también han tenido un impacto en la inflación subyacente, si bien un miembro destacó que la inflación subyacente fundamental no sugiere presiones cíclicas sobre los precios. Así, la mayoría sostuvo que en los últimos meses la evolución de la inflación general se ha visto afectada por los choques descritos. Un miembro destacó que en un entorno más adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna, se han materializado algunos de los riesgos al alza para la inflación. Al respecto, mencionó que la cotización del peso ha estado sujeta a episodios de volatilidad, si bien recientemente se ha apreciado, y que la inflación no subyacente ha sido presionada por los choques a los energéticos descritos.

Profundizando en el comportamiento de la inflación no subyacente, algunos precisaron que esta continuó aumentando, al ubicarse en 8.15% en la primera quincena de julio, luego de registrar 7.79% en junio y 6.99% en mayo. En este sentido, un miembro recalcó que los precios de los energéticos han aumentado por encima de lo previsto como resultado, principalmente, de la disminución en los estímulos fiscales aplicados a dichos productos, así como de la evolución al alza de sus referencias internacionales. Otro añadió que la contribución de los energéticos al aumento de la inflación en la primera quincena de julio fue mayor que la registrada en enero de 2017. Respecto a la inflación subyacente, la mayoría precisó que esta se ubicó en 3.64% en la primera quincena de julio, luego de haber registrado 3.62% en junio y 3.69% en mayo. Algunos señalaron que esta se ha mantenido en línea con los pronósticos, mostrando una tendencia decreciente durante todo el año. Un miembro enfatizó que este componente es el que responde de manera más clara a la postura de política monetaria. Por su parte, otro consideró que la velocidad de reducción en la misma ha sido más lenta de lo previsto. Finalmente, un integrante sostuvo que existen varios factores adicionales a tomar en cuenta en torno a la evolución reciente de la inflación y sus componentes. Mencionó que en la primera quincena de julio, el porcentaje de componentes de la canasta del INPC con incrementos mensuales anualizados menores o iguales a 3% disminuyó por debajo de la referencia de 50% para la inflación subyacente por primera vez en varios meses. Añadió que el análisis de la dinámica de la inflación en el dominio tanto de

frecuencia como de tiempo (*wavelets*) sugiere que la disminución del componente de tendencia de la inflación ha sido muy gradual, tanto en la inflación general, como en la subyacente.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 se ajustaron de 4.00 a 4.25% de junio a julio, mientras que las correspondientes al cierre de 2019 se mantuvieron alrededor de 3.60%, en tanto que las de mediano y largo plazo permanecieron en torno a 3.50%. Asimismo, enfatizó que estas últimas se mantienen por encima de la meta. Al respecto, algunos añadieron que lo anterior ha ocurrido por un periodo prolongado. En adición, algunos precisaron que las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2018 aumentaron de 3.54% a 3.60% entre las encuestas de mayo y julio. Con respecto a los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales, algunos miembros señalaron que han mostrado cierto repunte como reflejo de un aumento en la prima por riesgo inflacionario, si bien uno consideró que esta se ha mantenido relativamente estable.

Respecto a las previsiones para la trayectoria de la inflación general, la mayoría coincidió en que el cambio en precios relativos derivado de los incrementos en los precios de los energéticos, afecta la trayectoria de la inflación general prevista para los siguientes doce meses, si bien se estima que su efecto sea transitorio. Uno apuntó que se espera que la inflación reinicie una tendencia a la baja a partir de agosto, lo que continuaría a lo largo de este año y el siguiente. En cuanto a la inflación subyacente, la mayoría prevé que esta continúe disminuyendo en el horizonte en el que opera la política monetaria. Algunos consideraron que será difícil alcanzar la meta puntual de inflación durante el periodo de influencia de la política monetaria. Por su parte, un integrante mencionó que, en general, la velocidad de reducción de las inflaciones general y subyacente parecería ser demasiado lenta para el cumplimiento de la meta en el horizonte de tiempo previsto por el Banco de México. No obstante, consideró que, dada la información más oportuna sobre la actividad económica, es probable que se observe un mayor relajamiento de las condiciones cíclicas de la economía, lo que posiblemente resulte en una caída más rápida de la inflación subyacente y de la general en los siguientes trimestres. Argumentó que, en ausencia de choques adicionales de oferta o de episodios de volatilidad que pudieran afectar al tipo de cambio, dicho escenario es lo que a su parecer le da viabilidad a la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte previsto. A pesar de lo anterior, alertó que,

aun así, existe un riesgo elevado de que no se cumpla la convergencia de la inflación a la meta en dicho horizonte.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre. Un miembro mencionó que dicho balance no se deterioró desde la decisión de política monetaria anterior, si bien otro consideró que el entorno incierto que prevalece dificulta su evaluación. Entre los principales riesgos al alza, la mayoría destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional continúe presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y de fortaleza del dólar, como a los elementos de incertidumbre que persisten tanto en el ámbito externo como el interno, entre los que destaca la renegociación del TLCAN. Al respecto, uno detalló que a pesar del optimismo reciente sobre la renegociación del TLCAN, no puede descartarse un resultado adverso o incluso un escenario en que no se llegue a un acuerdo. Sin embargo, reconoció que este riesgo se ha reducido. Por otra parte, advirtió que los elevados niveles que presenta la inflación podrían generar histéresis en la formación de precios en la economía. En este contexto, agregó que existe la posibilidad de que enfrentemos una fase cíclica de la economía en que la inflación se sitúe persistentemente por encima de su meta, mientras la economía muestra una fuerte desaceleración. Otro sostuvo que siempre está presente el riesgo de choques de alguno o varios de los rubros que integran la canasta de la inflación no subyacente. Al respecto, algunos señalaron que persiste el riesgo de incrementos adicionales en los precios de algunos energéticos o de aumentos en los precios de los bienes agropecuarios. Algunos destacaron que un factor a considerar son los efectos que pudieran tener los posibles cambios en la política económica de la nueva administración. Uno precisó que entre estas medidas podría estar un cambio en la política de determinación del salario mínimo. Recalcó que también debe considerarse que las condiciones de estrechez en el mercado laboral podrían dar lugar a riesgos para los precios, aunque reconoció que no se anticipan presiones de demanda sobre la inflación y que los riesgos de esta fuente parecen haber disminuido. Otro mencionó que la revisión de los salarios contractuales nominales, ubicada en 5.6%, podría empezar a traducirse en aumentos en los costos unitarios de la mano de obra. Adicionalmente, un miembro notó el riesgo de un deterioro en la posición fiscal, la cual estructuralmente es muy vulnerable. Además, alertó que persiste la posibilidad de que se presente una sorpresa inflacionaria adversa en Estados Unidos a

pesar de que se piensa que la curva de Phillips en ese país se ha aplanado estructuralmente, lo que podría tener graves consecuencias en los mercados financieros internacionales. Indicó que no puede descartarse un cambio de sentimiento en dichos mercados con respecto a México, y que los recientes casos en varias economías emergentes —como Sudáfrica, Turquía, Brasil y Argentina— muestran lo repentino y abrupto que ello puede suceder. Por último, algunos consideraron que existe el riesgo de que las acciones de política de comercio exterior de Estados Unidos den lugar a un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias que afecten adversamente el comportamiento de la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja que podrían presentarse, algunos destacaron una posible apreciación de la moneda nacional en caso de que se alcanzara un resultado favorable en las negociaciones del TLCAN.

Todos señalaron que desde la última decisión de política monetaria el peso mexicano presentó una apreciación y una disminución en su volatilidad. Algunos destacaron que de las principales economías emergentes, el peso fue la moneda que más se apreció. La mayoría coincidió en que este desempeño fue consecuencia, en parte, de la menor incertidumbre a partir de la elección, así como de la mejoría de las perspectivas de renegociación del TLCAN y del incremento de 25 puntos base de la tasa de referencia llevado a cabo por este Instituto Central en su reunión de junio. Algunos agregaron que el comportamiento reciente del tipo de cambio también fue resultado de que los inversionistas prevén que en México se mantendrán posturas fiscal y monetaria que contribuyan a un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros. Algunos apuntaron que, en este contexto, se ha observado una mejoría en las condiciones de operación del mercado cambiario. En particular, uno de ellos detalló que se ha registrado una mayor liquidez y profundidad en dicho mercado, así como un aumento en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso. La mayoría indicó que este entorno más favorable se ha reflejado también en la evolución de los precios de otros activos. En cuanto a las tasas de interés, algunos indicaron que tanto las de corto, como las de largo plazo, mostraron decrementos moderados. Uno de ellos comentó que lo anterior resultó en un ligero empinamiento de la curva de rendimientos. Otro resaltó que también se han observado mejores condiciones de operación en el mercado de renta fija y entradas de flujos de capital de inversionistas extranjeros hacia activos denominados en moneda nacional, principalmente instrumentos de mediano plazo. Algunos mencionaron que los indicadores de

riesgo soberano mostraron una mejoría. Uno de ellos especificó que los mercados financieros nacionales han tenido un desempeño favorable. Por otra parte, la mayoría sostuvo que, hacia adelante, persisten factores de riesgo que podrían afectar a los mercados financieros nacionales, particularmente a la cotización del peso. Entre estos enumeró la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN, mayores tasas de interés externas, sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y un escalamiento de las medidas proteccionistas a nivel global. Uno de ellos agregó a la lista anterior la incertidumbre entre los inversionistas sobre las características del paquete económico que presentará al Congreso de la Unión la próxima administración federal.

Un miembro indicó que el comportamiento reciente de los mercados financieros pone de manifiesto la importancia de un manejo sólido de la política macroeconómica. Algunos afirmaron que se prevé que la economía continúe transitando por un panorama complejo, tanto en el ámbito externo, como en el interno, lo que hace particularmente relevante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Uno de ellos destacó que esta estrategia reduciría la probabilidad de tener que hacer frente a recomposiciones abruptas de portafolio y salidas de capital. Algunos señalaron que en los próximos meses un elemento crucial para la preservación de una política macroeconómica sólida serán las acciones en materia de finanzas públicas que anuncie y lleve a cabo la próxima administración federal. Uno de ellos especificó que, en el corto plazo, es indispensable disipar posibles dudas sobre la congruencia entre algunas de las iniciativas contempladas y el fortalecimiento de la posición fiscal. Asimismo, indicó que también será importante tomar acciones para asegurar la solidez de las finanzas públicas en el largo plazo. Ello en virtud de las posibles presiones derivadas del gasto público en distintos rubros como los pagos de pensiones, el gasto en salud y el costo financiero de la deuda, a lo que en su opinión podría añadirse el gasto en inversión de empresas productivas del Estado que la siguiente administración federal está contemplando. Otro integrante mencionó que algunos de los miembros del equipo del virtual presidente electo han hecho pronunciamientos en torno a que se mantendrá una política fiscal responsable que coadyuvará a la preservación de fundamentos macroeconómicos sólidos. Subrayó que esto último es indispensable para que el Banco

de México esté en condiciones de cumplir cabalmente con su mandato constitucional. Además, la mayoría resaltó la relevancia de incrementar la productividad y, por ende, el crecimiento potencial de la economía mexicana, mismo que según uno de los miembros se ubica actualmente alrededor de 2.5%. La mayoría señaló que para ello es importante mejorar la vigencia del Estado de Derecho y disminuir la inseguridad pública, la corrupción y la impunidad. Un integrante enfatizó que la magnitud del reto exige construir sobre lo ya logrado y adoptar las medidas pertinentes para avanzar en esa dirección. Asimismo, sostuvo que también es necesario elevar los niveles de inversión, puesto que como proporción del PIB esta ha caído a su nivel más bajo de los últimos 3 años y casi un punto porcentual por debajo de lo registrado en 2008. En este sentido, expresó que es necesario dar certeza a la inversión privada sobre las acciones que serán adoptadas por el siguiente gobierno en áreas clave y evaluar con cuidado cómo abrir espacios para una recuperación de la inversión pública.

Todos los miembros señalaron que entre los factores a considerar para la decisión de política monetaria, destaca la previsión de que los efectos de los cambios en precios relativos, previamente descritos, sobre la inflación general serán transitorios. En adición, la mayoría mencionó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se han mantenido estables. Asimismo, agregó la previsión de que las condiciones de holgura en la economía continuarán relajándose, lo que disminuye la posibilidad de enfrentar presiones por el lado de la demanda agregada. Tomando en cuenta todo lo anterior, la mayoría enfatizó que la inflación subyacente sigue mostrando una tendencia descendente y se prevé continuará disminuyendo. Otro destacó que, bajo los escenarios que se prevén para la economía, la postura monetaria actual es congruente con una convergencia de la inflación general a un nivel de 3% en el horizonte en el que opera cabalmente la política monetaria. Uno añadió que el Banco Central debe mantener la postura actual en tanto no se observe una franca tendencia a la baja de la inflación, en particular, del componente subyacente. Aunado a lo anterior, la mayoría coincidió en que, frente al entorno económico prevaleciente, es importante mantener una postura monetaria prudente. Uno apuntó que ello es fundamental en un contexto en que todavía persisten riesgos de consideración. Otro agregó que, para algunos de estos riesgos, no se tiene precedente histórico y que podrían materializarse en cualquier momento, incluso de manera simultánea. Al respecto, uno comentó que en caso de enfrentar

un escenario adverso en que se requiera de un ajuste del tipo de cambio real, se debe procurar que no se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y que no se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. En este sentido, algunos apuntaron que, en general, la postura de política monetaria debe evitar que alguna presión adicional sobre la inflación pudiera contaminar la formación de precios de la economía y poner en riesgo la convergencia de la inflación general a su meta. Al respecto, un miembro señaló que la política monetaria enfrenta una situación de presiones inflacionarias por encima de lo anticipado, pero derivadas de choques de oferta, en ausencia de presiones de demanda sobre los precios, con un comportamiento de la inflación subyacente en línea con lo previsto y sin que se hayan observado efectos de segundo orden sobre la inflación. Opinó que, si bien en estas circunstancias no se justifica una respuesta inmediata de la política monetaria, esta debe mantener un enfoque prudente, ya que en un entorno incierto con un balance de riesgos al alza para la inflación y en el que parece difícil alcanzar la meta puntual durante el periodo de influencia de la política monetaria, es elevado el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden, incluyendo un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo. En este contexto, algunos mencionaron que no pueden descartarse aumentos adicionales de la tasa de referencia, destacando uno de ellos que el Instituto Central debería señalar la posibilidad de alzas adicionales de manera clara en sus comunicaciones.

Por otra parte, un integrante profundizó sobre los factores a considerar en la conducción de la política monetaria. Mencionó que el nivel actual de las tasas de corto plazo implica que los diferenciales de estas respecto a las correspondientes en Estados Unidos se mantienen en niveles prudentemente elevados, ello a pesar de que el diferencial de inflación respecto a dicho país se ha estrechado. Comentó que lo anterior le parece apropiado puesto que el diferencial de las primas por plazo entre ambos países, se ha mantenido relativamente estable, además de que persiste la posibilidad de episodios de volatilidad o choques que pudieran depreciar el tipo de cambio real. Asimismo, añadió que las condiciones monetarias se han estrechado, no solo por el nivel actual de las tasas de interés, sino también por la apreciación que ha registrado la cotización de la moneda nacional. En adición a estas consideraciones, mostró inquietud porque la inflación ha tardado en converger a la meta del Banco de México en relación con lo que se esperaba anteriormente. Puso énfasis en que ello ocurre en un

entorno en que la actividad económica se está desacelerando. Al respecto, mencionó que parecería haber cierto grado de inercia en la economía que sería congruente con que las expectativas de inflación de largo plazo permanezcan en 3.5% en lugar de 3%. Argumentó que lo anterior podría ser consecuencia de la presencia de diferentes canales que hacen que la inflación sea persistente y muestre resistencia a la baja, así como la necesidad de que el Banco de México fortalezca la credibilidad de su meta de 3%. Advirtió que la incertidumbre prevaleciente puede representar un obstáculo para que se logre la convergencia a la meta de inflación, a pesar de que el Banco de México actúe de manera prudente y congruente al conducir la política monetaria. Por otro lado mostró preocupación ante la posibilidad de que pueda darse una situación en que se tenga, simultáneamente, persistencia de la inflación por encima de la meta y una fuerte desaceleración de la economía, inclusive por debajo del potencial. Señaló que en este contexto, la política monetaria se vuelve poco efectiva, ya que uno de los canales más importantes a través del cual opera es el correspondiente a la demanda agregada. Destacó que lo anterior podría dificultar que la inflación, en particular la subyacente, alcance la convergencia a 3% en los periodos previstos.

Algunos sostuvieron que, dado que la conducción de la política monetaria opera en un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos, la Junta de Gobierno debe explicar de manera clara y detallada las razones detrás de posibles desviaciones de la inflación respecto de su meta. Coincidieron en que en el caso de choques de oferta sobre los precios, normalmente será posible explicar de manera creíble desviaciones de la inflación respecto a la trayectoria pronosticada, la ausencia de una respuesta de política monetaria y el compromiso del Banco Central con el cumplimiento de la meta de inflación. Uno de ellos argumentó que aun bajo la presencia de choques que justifiquen un cambio en la postura de política monetaria, por ejemplo al percibirse el riesgo o la presencia de efectos de segundo orden sobre los precios, es viable justificar la posposición del cumplimiento de la meta de inflación, siempre y cuando se perciba que la respuesta de política monetaria a dichos choques es adecuada y congruente con el cumplimiento de la meta inflacionaria, si bien en un plazo razonablemente mayor. Otro precisó que es importante comunicar el horizonte en el que se espera que se alcance la meta, así como proporcionar una guía sobre la manera en que el Banco Central responde ante distintos tipos de choques con la finalidad de reoptimizar su postura

de política monetaria para que esta sea consistente con el cumplimiento de la meta en el horizonte referido.

Todos coincidieron en que el mensaje que tiene que enviar el Banco de México es de un compromiso para alcanzar la meta de inflación. Manifestaron que, dado que la inflación general se está viendo afectada por cambios en precios relativos de productos correspondientes a la inflación no subyacente, se debe poner especial atención en el comportamiento de la inflación subyacente, más aún cuando es el componente que más responde a la política monetaria.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Como se establece en el comunicado de política monetaria de fecha 2 de agosto de 2018, 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 los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. Considerando el comportamiento reciente de la economía, en particular, que la naturaleza de los choques que han afectado recientemente a la inflación es de carácter transitorio, y que la

tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo descendente, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%.

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

4. VOTACIÓN

Miembros votantes a favor de la decisión: Alejandro Díaz de León Carrillo, Roberto Del Cueto Legaspi, Irene Espinosa Cantellano, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Manuel Ramos Francia votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%.

ANEXO

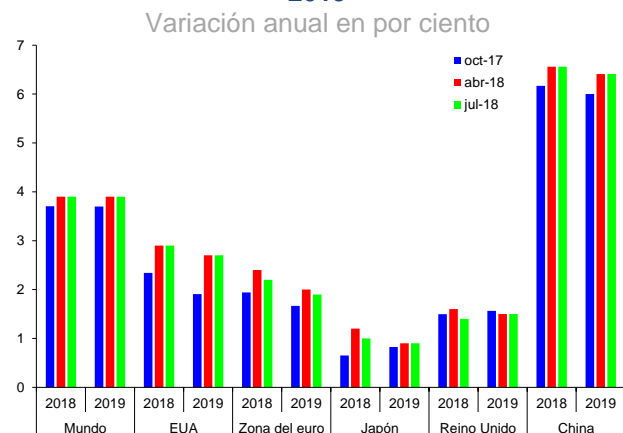
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones y Sistemas de Pagos, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que la economía mundial ha continuado expandiéndose a un ritmo elevado, si bien se ha incrementado la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. En efecto, la economía de Estados Unidos aceleró su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre del año, mientras que las economías de la zona del euro, Japón y Reino Unido se expandieron a una tasa menor a la anticipada. A pesar de que el crecimiento de la demanda interna mantuvo su dinamismo en la mayoría de las economías, el comercio internacional se desaceleró y la confianza de los negocios empezó a reflejar los efectos de la incertidumbre asociada a la imposición de medidas arancelarias. Esta incertidumbre ha aumentado los riesgos para la economía global, tanto en el corto plazo como, en mayor medida, en el mediano plazo (Gráfica 1). A lo anterior se suma el riesgo de un apretamiento repentino en las condiciones financieras y de un escalamiento en las tensiones geopolíticas.

Gráfica 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2018 y 2019

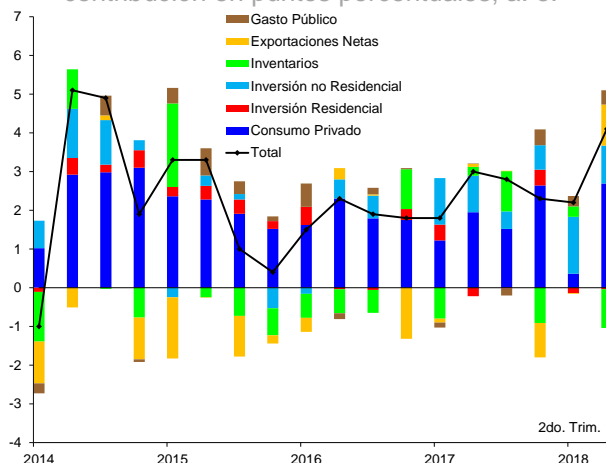


Fuente: FMI.

En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada de 4.1% en el segundo trimestre del año, luego de un avance de 2.2% en el primero (Gráfica 2). La continua generación de empleo y la elevada confianza de los consumidores siguieron apoyando la expansión del gasto personal. Además, las exportaciones netas tuvieron una mayor contribución al crecimiento, resaltando el fuerte incremento de las exportaciones agrícolas, posiblemente en previsión a la entrada en vigor de los aranceles impuestos por China. Por su parte, la inversión de negocios mantuvo una fuerte expansión, en tanto que la inversión residencial siguió siendo moderada, después del repunte observado a finales del año pasado. En este entorno, si bien se prevé que el estímulo fiscal en Estados Unidos apoye la actividad económica en 2018 y 2019, se anticipa una desaceleración importante en la actividad en el mediano plazo, conforme este impulso se vaya desvaneciendo. Esto, aunado a la incertidumbre asociada a su política comercial, ha aumentado los riesgos para el panorama económico tanto de ese país, como de otras economías avanzadas y emergentes.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

La producción industrial de Estados Unidos creció 0.6% en junio, después de retroceder 0.5% en mayo. Dicho repunte se debió principalmente a la recuperación de la producción manufacturera, la cual creció 0.8% en junio, luego de la contracción que registró el mes previo a causa de un accidente en una planta de autopartes. A su vez, la producción

minera mantuvo la expansión que inició a finales de 2016. Lo anterior se vio contrarrestado por el debilitamiento en el suministro de electricidad y gas, actividad que disminuyó por segundo mes consecutivo. Por su parte, los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad manufacturera continuará avanzando durante el tercer trimestre, a pesar de la fortaleza del dólar y de los mayores riesgos comerciales.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó apretándose durante el segundo trimestre. En particular, en junio se generaron 213 mil nuevas plazas, ritmo mayor al necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral. La tasa de desempleo se ubicó en 4%, alrededor de 0.5 puntos porcentuales por debajo de la tasa natural de desempleo.¹ Adicionalmente, las tasas de contrataciones y de renuncias siguieron aumentando, al tiempo que se observaron crecientes dificultades para cubrir plazas. En este contexto, el crecimiento de los salarios ha venido repuntando.

En la zona del euro, el PIB mantuvo un ritmo de crecimiento moderado durante el segundo trimestre del año, al avanzar a una tasa anualizada de 1.4%, ritmo marginalmente inferior al observado en el primer trimestre. Dicha debilidad pudiera explicarse, en parte, por la presencia de factores transitorios, destacando las huelgas laborales registradas en Francia, así como, probablemente, un menor crecimiento de las exportaciones netas. En contraste, los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado continuó siendo apoyado por las condiciones favorables del mercado laboral, al tiempo que la inversión siguió expandiéndose, respondiendo a las mayores ganancias de las empresas y a las condiciones financieras acomodaticias. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó a 8.3% en junio, mientras que el ritmo de crecimiento de los salarios aumentó, aunque de forma desigual entre países. No obstante, hacia adelante el balance de riesgos para el crecimiento de la región se ha deteriorado ante la incertidumbre que persiste en torno a las relaciones comerciales de la región tanto con Estados Unidos, como con el Reino Unido.

En Japón, los indicadores disponibles de consumo, inversión en equipo y comercio exterior son congruentes con un crecimiento moderado de la economía en el segundo trimestre del año, luego de que la actividad económica se contrajera 0.6% en el

primero, debido, en gran medida, a factores transitorios. En este entorno, la tasa de desempleo alcanzó en mayo el nivel más bajo desde 1992. No obstante, los indicadores prospectivos, tales como los índices de gerentes de compras, continuaron disminuyendo en julio, reflejando las expectativas de una menor demanda externa y los mayores riesgos asociados a la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos.

La mayoría de las economías emergentes continuaron expandiéndose a un ritmo elevado durante el segundo trimestre del año, aunque de manera diferenciada, reflejando los efectos asimétricos del aumento en los precios de las materias primas y el apretamiento de las condiciones financieras. Destaca que el crecimiento de la economía china se desaceleró ligeramente durante el segundo trimestre, en un entorno en el que el balance de riesgos para el crecimiento en ese país se ha deteriorado ante el menor ritmo de expansión del crédito y la incertidumbre por el escalamiento en las disputas comerciales con Estados Unidos. Cabe señalar que esto último también podría tener un efecto negativo sobre otras economías de Asia debido a la fuerte integración de las cadenas productivas en la región.

En general, los precios internacionales de las materias primas disminuyeron en las últimas semanas. Por un lado, después de que los precios del petróleo aumentaran como resultado de la caída de producción en Libia y Venezuela y la incertidumbre asociada a la imposición de sanciones por parte de Estados Unidos a las exportaciones de crudo de Irán, estos registraron una fuerte reducción ante la posibilidad de que Arabia Saudita y Rusia incrementen sus niveles de producción y de que Estados Unidos utilice su reserva estratégica de petróleo para abastecer al mercado. A su vez, los precios de los metales industriales tuvieron una caída a causa de las crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y su potencial impacto sobre el crecimiento económico del país asiático. Finalmente, los precios de los granos mostraron un comportamiento errático derivado tanto de condiciones climatológicas desfavorables, como de la imposición de aranceles por parte de China a diversos granos provenientes de Estados Unidos.

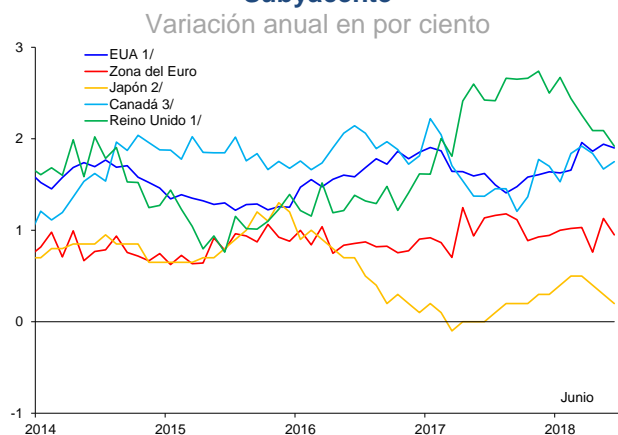
¹ La Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos (CBO, por sus siglas en inglés) estima que la tasa natural de desempleo para el segundo trimestre se ubica en 4.6%, mientras

que la estimación más reciente de la tasa de desempleo de largo plazo de la Reserva Federal se sitúa en 4.5%.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La menor holgura en los mercados laborales de las economías avanzadas y los mayores precios de los alimentos y de la energía han contribuido a un aumento gradual de la inflación, si bien se aprecian diferencias significativas entre países (Gráfica 3). En particular, la inflación mostró un incremento en Estados Unidos, al disiparse algunos factores transitorios que la mantuvieron baja durante el último año, particularmente en el rubro de tarifas de telecomunicaciones. En la zona del euro y Japón, la inflación subyacente y las expectativas de inflación se mantienen bajas, a pesar de que la disminución del grado de holgura en sus mercados laborales se ha reflejado en un aumento en los salarios.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente

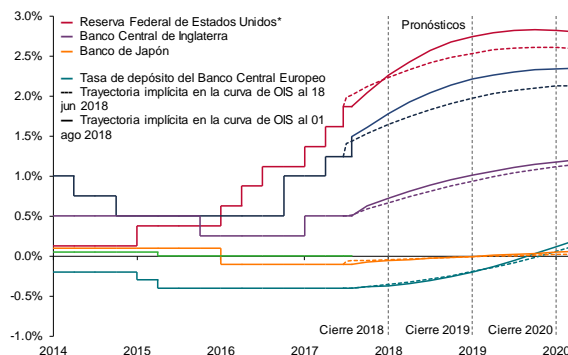


1/ Se refiere al Índice de Precios al Consumidor (CPI).
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).

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

En este contexto, se prevé que los bancos centrales de las principales economías avanzadas continúen con un proceso gradual hacia una postura monetaria más neutral, si bien se anticipa una mayor divergencia en la velocidad en la que podrían ajustar sus políticas. En efecto, se espera que la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá sigan elevando su tasa de referencia en los próximos meses, al tiempo que se anticipa que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón sean más cautelosos en el proceso de normalización de su política monetaria (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS^{1/}
Porcentaje



1/ 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 (1.75% - 2.00%).

Fuente: Bloomberg.

En su reunión de julio, conforme a lo anticipado, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de referencia en un rango de entre 1.75% y 2%. No obstante, reiteró que espera que el proceso de alza de tasas continúe de forma gradual y sea consistente con la expectativa de una expansión sostenida de la economía, un mayor apretamiento del mercado laboral y la convergencia de la inflación a la meta simétrica de 2%. En este contexto, los indicadores de mercado descuentan casi por completo que dicho banco central eleve su tasa objetivo 25 puntos base en su reunión de septiembre e incorporan la posibilidad de que se dé un incremento adicional por la misma magnitud antes de que finalice el año.

Por su parte, el Banco Central de Canadá elevó en su reunión de julio su tasa de referencia 25 puntos base a 1.5%, tal y como era esperado. Ese instituto central indicó que la economía continúa operando cerca de su capacidad y reiteró que continuará con el incremento gradual de la tasa de referencia para mantener la inflación cerca de su objetivo. Así, se espera que la tasa de política monetaria aumente a 1.75% antes de que finalice 2018.

En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra elevó su tasa de interés de referencia en 0.25 puntos porcentuales, para situarla en 0.75%. El Comité de Política Monetaria destacó en su comunicado la necesidad de un mayor apretamiento de su postura monetaria en los próximos años para asegurar que la inflación regrese hacia su meta de 2%. No obstante, dicha institución reiteró que el proceso de alza de tasas seguirá siendo gradual y limitado, sujeto a que la evolución de la economía sea

congruente con sus proyecciones. En particular, elevó su pronóstico de crecimiento para lo que resta de 2018 y 2019, mientras que continúa esperando que la inflación se mantenga por encima de su meta al menos hasta 2020, reiterando que el panorama económico pudiera verse afectado por la respuesta de los agentes económicos al desarrollo de las negociaciones respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

En su reunión de julio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su tasa de referencia y su guía futura, al reiterar que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales al menos hasta el verano de 2019, o hasta que sea necesario para asegurar que la inflación converja de manera sostenida hacia su meta. Adicionalmente, el BCE confirmó que continuará comprando activos por un monto mensual de 30 mil millones de euros hasta finales de septiembre y que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa reducir dichas compras a 15 mil millones de euros a partir de esa fecha y hasta diciembre de este año, cuando estima finalizaría dicho programa. Adicionalmente, su comunicado enfatizó que, a pesar de la elevada incertidumbre sobre el comercio global, la información disponible muestra que el crecimiento de la región siguió siendo elevado y generalizado. Destacó que, si bien la inflación se ha mantenido débil, las presiones en costos han aumentado ante el apretamiento de sus mercados laborales y los elevados niveles de utilización de la capacidad instalada, con lo que reflejó su confianza de que la inflación continúe convergiendo hacia su meta. De tal forma, las expectativas de política monetaria implícitas en instrumentos de mercado siguen anticipando que el primer aumento en la tasa de referencia ocurra en el tercer trimestre de 2019.

Finalmente, el Banco de Japón confirmó que mantendrá una política monetaria altamente acomodaticia por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. En efecto, dicha institución mantuvo su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Además, enfatizó que dichas tasas se mantendrán en los niveles actuales por un periodo prolongado. Asimismo, modificó algunos aspectos de su programa de compra de activos y de su política de control de la curva de rendimiento para hacerlos más sustentables en el largo plazo y para mitigar los efectos negativos de estas medidas sobre el funcionamiento de sus mercados.

En las economías emergentes, la inflación general siguió aumentando debido a factores como la reciente depreciación de sus divisas, el aumento en los precios de la energía, o la menor holgura en sus economías, si bien en la mayoría de los casos se ubicó aún por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales. En este sentido, Filipinas, Indonesia y República Checa elevaron sus tasas de política monetaria y se anticipa que en los próximos meses otros bancos centrales adopten una postura más restrictiva en caso de un mayor deterioro en el balance de riesgos para la inflación.

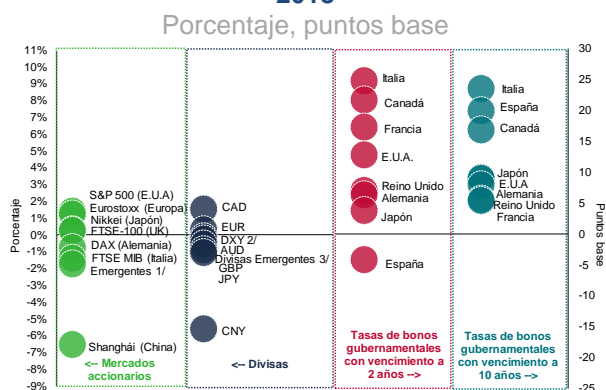
En el caso particular de China, aunque la tasa de referencia permaneció sin cambio, el Banco Central disminuyó los requerimientos de reserva a bancos comerciales y amplió el acceso a su facilidad de préstamo de mediano plazo, con el objetivo de estimular el otorgamiento de crédito a pequeñas y medianas empresas y, con ello, hacer frente a una potencial desaceleración económica en su país. Adicionalmente, las autoridades anunciaron un paquete de estímulo fiscal orientado a contrarrestar los efectos adversos de la incertidumbre proveniente del exterior sobre la actividad económica.

En este contexto, los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad, así como una elevada sensibilidad a la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y otros países del mundo y a la implicación que ello pudiera tener sobre el crecimiento económico global. De tal modo, los activos de mercados emergentes, así como los más sensibles al entorno de mayor proteccionismo, mostraron un comportamiento negativo, especialmente en Asia, destacando la caída de los índices accionarios en China, así como la depreciación del renminbi. Adicionalmente, los precios de las acciones del sector automotriz disminuyeron significativamente ante la posibilidad de que Estados Unidos imponga aranceles a la importación de vehículos, al tiempo que los precios de metales industriales se ajustaron a la baja ante el posible debilitamiento de la actividad económica y la consecuente disminución de la demanda por materias primas.

En las economías avanzadas, los índices accionarios y tipos de cambio mostraron pocas variaciones, si bien los mercados accionarios en Estados Unidos mantuvieron una tendencia alcista, apoyados por el buen dinamismo de la actividad económica y por las sólidas utilidades generadas por

las empresas durante el segundo trimestre, las cuales reflejaron los beneficios de la reciente reforma tributaria en ese país (Gráfica 5). Asimismo, los instrumentos de renta fija presentaron cambios acotados, aunque en el caso de Estados Unidos las tasas de interés de corto plazo siguieron aumentando más que las de largo plazo, acrecentando el aplanamiento en la curva de rendimiento y elevando las preocupaciones de algunos inversionistas sobre la madurez del ciclo económico.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 18 de Junio al 1 de Agosto de 2018



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países.
2/ 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%. 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.
Fuente: Bloomberg y ICE.

En las economías emergentes, los precios de los activos financieros presentaron un comportamiento negativo, tanto por las tensiones comerciales, como por factores idiosincrásicos, lo que afectó especialmente a Argentina, Turquía y a economías de la región asiática. En este contexto, se continuó observando una disminución en los flujos de capital hacia este grupo de economías, si bien los flujos acumulados durante el año continúan siendo positivos.

Hacia adelante, persisten factores de riesgo que podrían generar nuevamente volatilidad en los mercados. En particular, en las últimas semanas se observó un escalamiento de las políticas proteccionistas que, de continuar, podría provocar

un ajuste abrupto en los mercados financieros y una desaceleración del comercio y la inversión internacional, poniendo en riesgo la fase de expansión actual. A ello se suma la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria en economías avanzadas más rápido de lo esperado por los mercados financieros. Además, la alta valuación de algunos activos financieros, el elevado apalancamiento de los hogares y de las empresas en algunos países, y diversos factores geopolíticos siguen siendo elementos de riesgo.

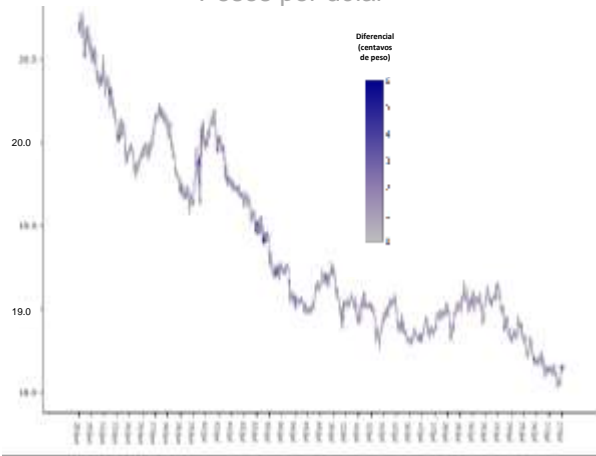
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, el peso mexicano registró una apreciación de 10.7% (Gráfica 6), destacando como la divisa con el mejor desempeño frente al dólar durante el periodo. De esta forma, la moneda nacional revirtió en su totalidad la depreciación que había acumulado en los últimos meses y presentó una apreciación de 6.1% en lo que va del año (Gráfica 7). Este comportamiento se observó tras las elecciones presidenciales y legislativas en México y como consecuencia de una mejor perspectiva respecto a las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). El aumento de 25 puntos base (pb) en la tasa de política monetaria llevado a cabo por el Banco de México en su decisión de junio también contribuyó a la apreciación de la divisa nacional.

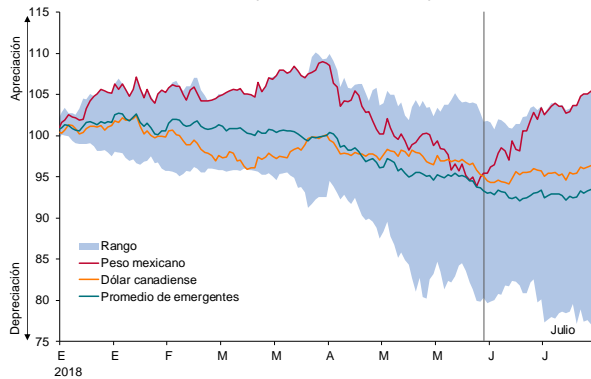
En este contexto, las condiciones de operación en el mercado cambiario, incluyendo la liquidez y la profundidad, presentaron una ligera mejora respecto a lo observado durante junio (Gráfica 8). A su vez, la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio del peso respecto al dólar mostró decrementos importantes, particularmente en los vencimientos menores a tres meses (Gráfica 9). Lo anterior estuvo acompañado de un incremento en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso mexicano, primordialmente de inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de corto plazo (Gráfica 10). Respecto a las expectativas de tipo de cambio, los analistas de diversas instituciones financieras modificaron sus previsiones de 18.95 a 19.00 pesos por dólar para el cierre de 2018 y de 18.62 a 18.80 pesos por dólar para el cierre de 2019.

Gráfica 6
Peso Mexicano y Diferencial de Compra y Venta de sus Posturas Intradía
 Pesos por dólar



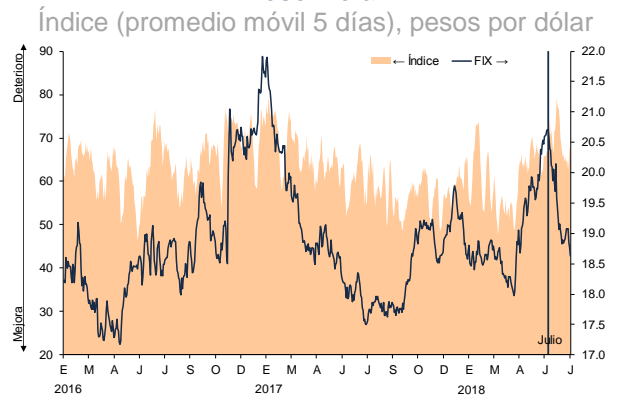
Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Reuters.

Gráfica 7
Índice Acumulado del Peso Mexicano y Divisas Seleccionadas Durante 2018
 Índice (dic 2017 =100)



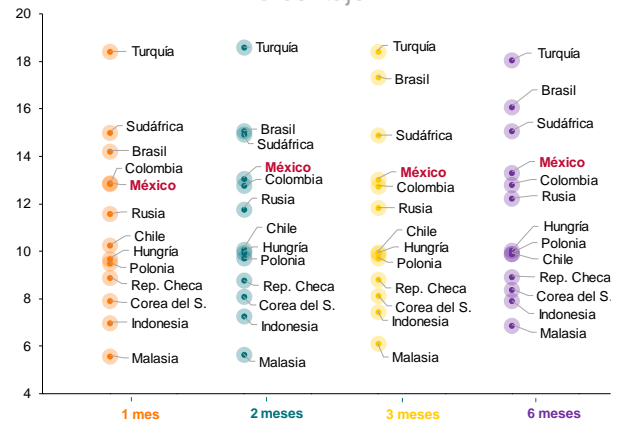
Nota: El promedio y el rango de emergentes incluye Perú, Turquía, Filipinas, Polonia, Hungría, Corea del sur, Indonesia, Sudáfrica, Rusia, Brasil, Colombia y Chile. La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 8
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario y Tipo de Cambio
 Peso-Dólar



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

Gráfica 9
Volatilidad Implícita en Opciones de Divisas Seleccionadas Frente al Dólar a Diferentes Plazos al 30 de Julio de 2018
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 10
Posición Neta del Peso Mexicano en los Futuros
de la Bolsa Mercantil de Chicago por Tipo de
Inversionista



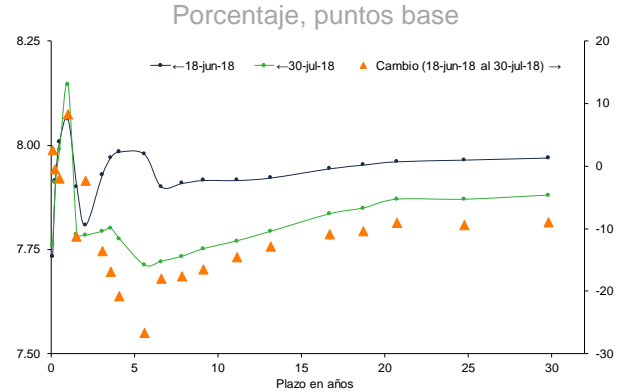
Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Banco de México con información del Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Por su parte, desde el último anuncio de política monetaria a la fecha, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó un desempeño positivo, siendo las tasas de rendimiento de los instrumentos con menor plazo las que presentaron los mayores decrementos (hasta 27 puntos base; Gráfica 11). Cabe señalar que el ajuste en el mercado de tasas de interés de nuestro país se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación del mercado de renta fija se mantuvieron estables. Adicionalmente, destacaron durante el periodo los flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros hacia activos denominados en pesos, particularmente hacia instrumentos de deuda con vencimientos de mediano plazo (Gráfica 12).

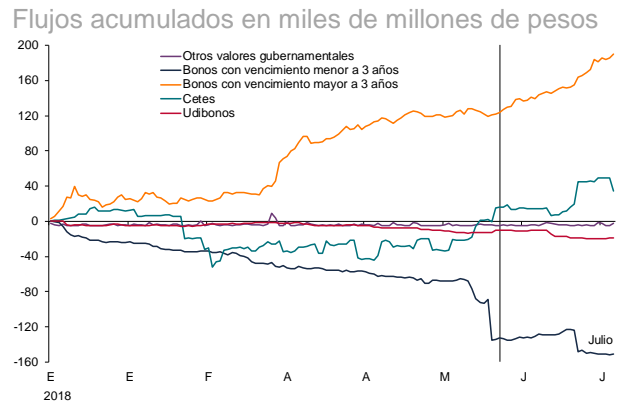
Finalmente, las expectativas sobre el nivel de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ubicaron en niveles de 7.76% para la decisión del mes de agosto y de 8.02% para el cierre del año (Gráfica 13). A su vez, el consenso de los principales analistas económicos no espera un cambio en el nivel de la tasa de política monetaria en la decisión de agosto y anticipa que esta finalice el año en niveles de 7.75%.

Gráfica 11
Curva de Rendimientos de Valores
Gubernamentales



Fuente: PIP.

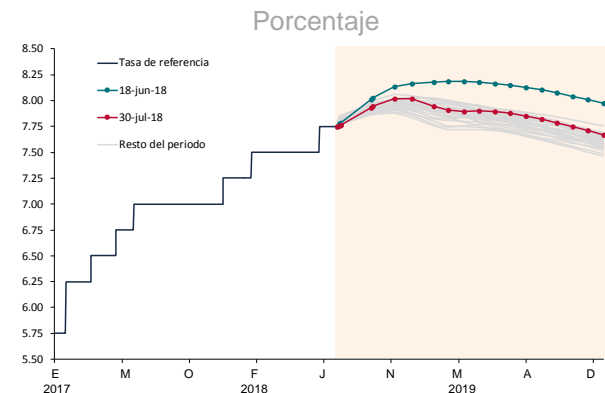
Gráfica 12
Variación de la Tenencia en Valores
Gubernamentales Durante 2018



Nota: La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Banco de México con datos de Indeval.

Gráfica 13
Tasa de Fondo Implícita en los Swaps de TIIE a
28 Días



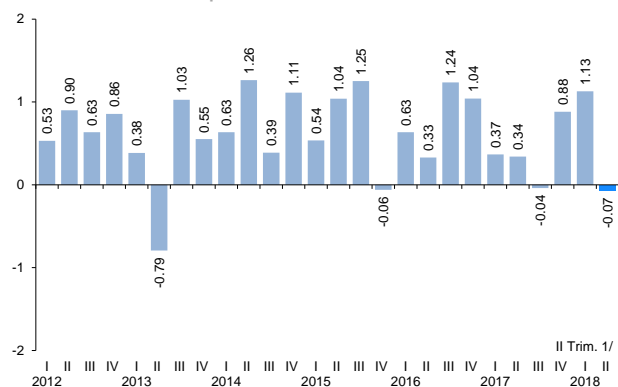
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el segundo trimestre de 2018 la actividad económica presentó una contracción (Gráfica 14). Esto contrasta con la reactivación que se había observado en el último trimestre de 2017 y el primero de 2018 y reflejó, en parte, la reversión del dinamismo que había mostrado la inversión, especialmente en el rubro de construcción, y un debilitamiento de las exportaciones. En cambio, el consumo privado mantuvo una tendencia positiva.

Gráfica 14
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

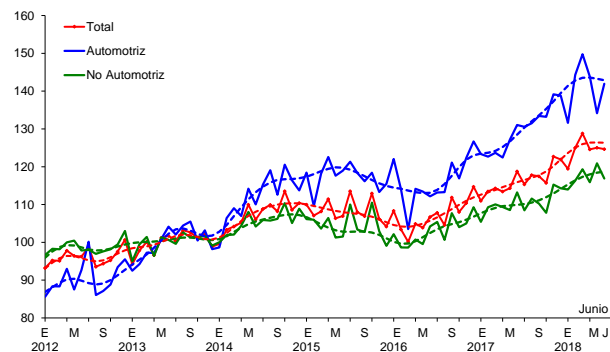
1/ La cifra correspondiente al segundo trimestre de 2018 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

En efecto, en el periodo abril - junio de 2018 las exportaciones manufactureras mostraron cierta desaceleración con relación al trimestre previo como reflejo, principalmente, de la contracción que presentaron las exportaciones automotrices, toda vez que las no automotrices mantuvieron una trayectoria creciente (Gráfica 15). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos siguieron expandiéndose, si bien a un menor ritmo, al tiempo que las canalizadas al resto del mundo exhibieron un incipiente cambio de tendencia negativo. Con respecto a la evolución de la demanda interna, no obstante la disminución que el consumo privado registró en abril de acuerdo con su indicador mensual, este mantuvo una tendencia positiva. A su vez, se observó un comportamiento mixto en algunos indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura. En particular, en el mes de mayo los ingresos en establecimientos comerciales al por menor conservaron el dinamismo que habían venido presentando desde principios de

año. En contraste, hacia finales del segundo trimestre de 2018 se prolongó la atonía de las ventas de vehículos ligeros. Por su parte, entre marzo y abril de 2018 la inversión exhibió una pérdida de dinamismo respecto a la recuperación observada a finales de 2017 e inicios de 2018, explicada tanto por el desvanecimiento del repunte que la construcción había presentado en los meses previos, como por un incipiente cambio de tendencia en el gasto en maquinaria y equipo.

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

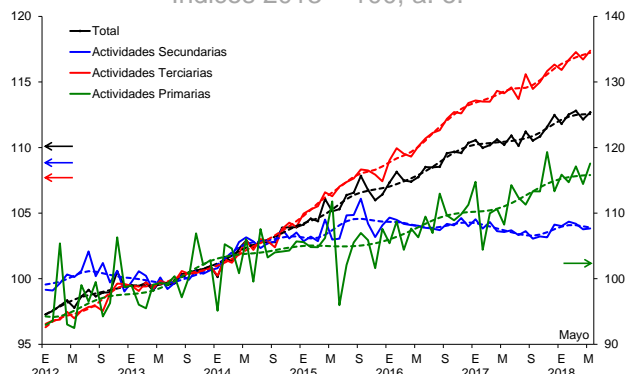


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

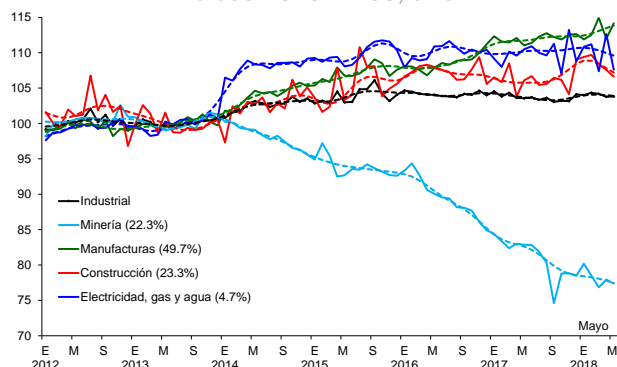
Por el lado de la producción, en el segundo trimestre de 2018 las actividades secundarias volvieron a presentar debilidad, luego del repunte observado a finales de 2017 y principios de 2018, en tanto que las actividades primarias mostraron una fuerte contracción, al tiempo que las actividades terciarias exhibieron una desaceleración respecto al dinamismo que habían venido registrando en los trimestres previos (Gráfica 16). Al interior de la actividad industrial, en el bimestre abril – mayo de 2018 se mantuvo la tendencia negativa en la minería, al tiempo que se revirtió el repunte que se observó en la construcción entre diciembre de 2017 y febrero de 2018 (Gráfica 17). En contraste, la producción manufacturera exhibió una incipiente recuperación. En cuanto al comportamiento de los servicios, la desaceleración que se registró reflejó, principalmente, el débil desempeño de los rubros de comercio y de esparcimiento y otros servicios, toda vez que los servicios de transporte e información en medios masivos; servicios financieros e inmobiliarios; actividades del gobierno; servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios continuaron presentando avances.

Gráfica 16
Indicador Global 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.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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

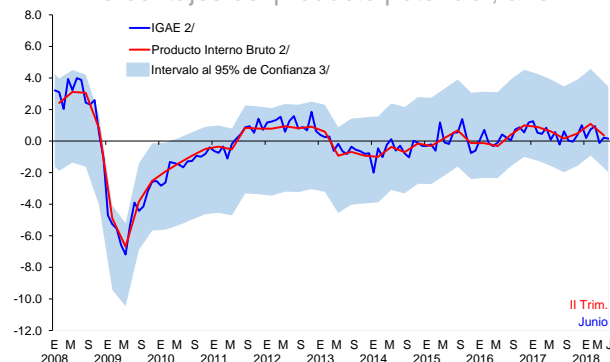


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: PEMEX y Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, diversos indicadores de las condiciones de holgura sugieren que estas se relajaron en el segundo trimestre de 2018. En particular, derivado de la contracción del PIB en el periodo abril – junio, la brecha positiva del producto que excluye al sector petrolero se contrajo, situándose cercana a cero (Gráfica 18). En relación a las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación urbana, como la nacional, continuaron ubicándose en niveles bajos (Gráfica 19). A su vez, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia positiva, si bien se observó cierta moderación en su dinamismo. Por su parte, con

información al primer trimestre de 2018, los costos unitarios de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto registraron un nivel similar al observado en el último trimestre de 2017, en tanto que en mayo el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero siguió exhibiendo una tendencia creciente.

Gráfica 18
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Sin Industria Petrolera^{4/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

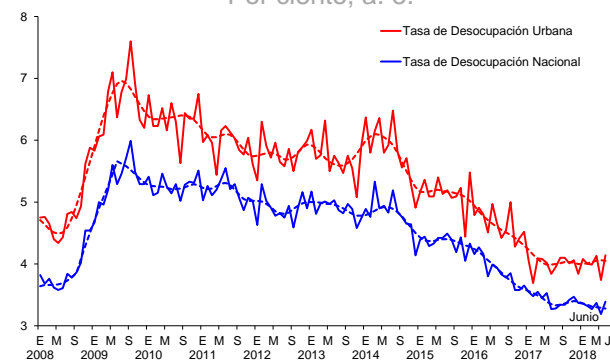
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2018; cifras del IGAE implícito a junio de 2018 congruente con dicha cifra oportuna.

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

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 19
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
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.

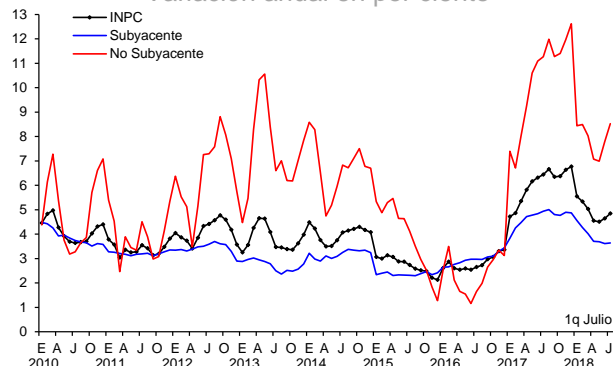
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Al cierre del segundo trimestre de 2018, el financiamiento al sector privado continuó mostrando un mayor dinamismo en su crecimiento real anual con respecto al cierre de 2017. Ello, en gran medida, derivado de un mayor ritmo de expansión del financiamiento interno a las empresas, particularmente a las grandes, toda vez que el crédito a las pymes continuó expandiéndose moderadamente. Por su parte, el crédito a los hogares siguió creciendo a tasas bajas, aunque mayores que las registradas al cierre de 2017. Lo anterior, en un contexto en el que los costos del financiamiento se situaron en niveles superiores a los observados en promedio en 2017 y, en general, no presentaron cambios significativos con respecto al trimestre previo. Además, los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se han mantenido en niveles bajos y estables, con excepción de los correspondientes a la cartera de crédito al consumo, los cuales, si bien continúan en niveles relativamente elevados, han mostrado indicios de haber detenido su deterioro. Lo anterior sugiere la ausencia de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

En la primera quincena de julio, la inflación general anual aumentó, al registrar una tasa anual de 4.85%, después de que en mayo y junio se situara en tasas de 4.51 y 4.65%, respectivamente. Dichos incrementos estuvieron asociados a la materialización de algunos de los riesgos al alza que se venían señalando, derivados de incrementos mayores a los previstos en los precios de los energéticos, lo cual condujo a aumentos importantes en la inflación no subyacente (Gráfica 20 y Cuadro 1).

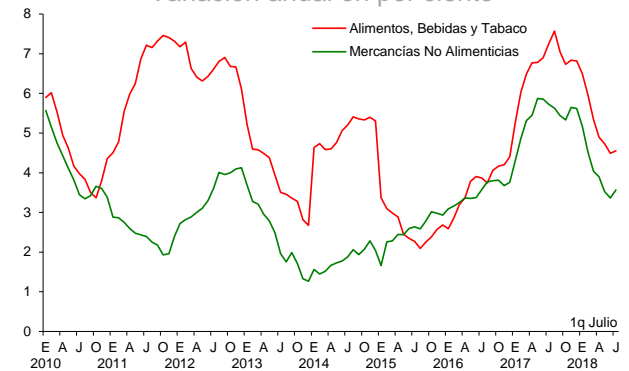
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

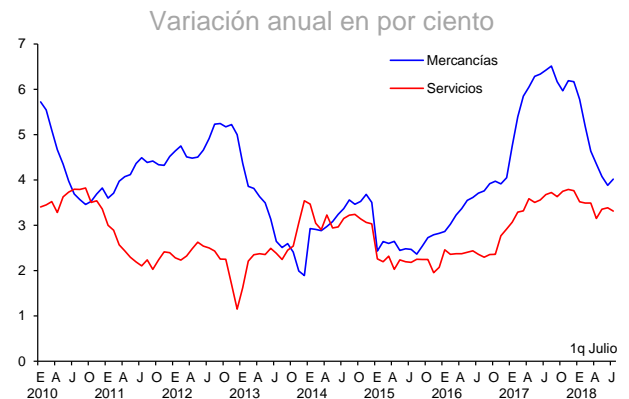
En mayo y en junio, la inflación subyacente anual alcanzó 3.69 y 3.62%, respectivamente. La reducción que se observó en este indicador en esos meses fue resultado, principalmente, de una disminución en la tasa de variación anual de los precios de las mercancías. Posteriormente, en la primera quincena de julio la inflación subyacente anual se ubicó en 3.64%. El hecho de que la inflación subyacente dejara de disminuir en ese mes parece estar asociado, en parte, a los efectos indirectos de los incrementos en los precios de los energéticos. Así, en la primera quincena de julio, la tasa de variación de los precios de las mercancías mostró un repunte, el cual fue ligeramente más notorio en el caso de las mercancías no alimenticias (Gráfica 21 y Gráfica 22). Por su parte, el subíndice de precios de los servicios exhibió una moderada disminución en su tasa de crecimiento anual (Gráfica 22 y Cuadro 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

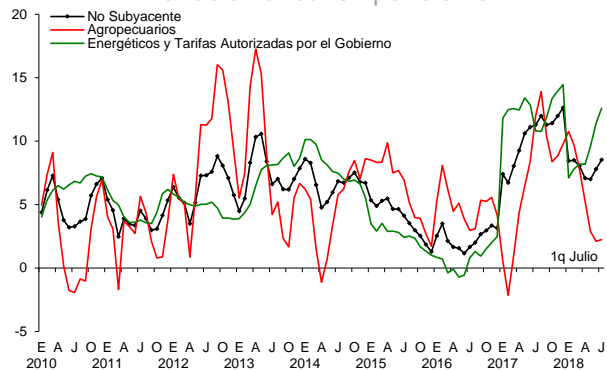
Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual continuó aumentando, al registrar niveles de 6.99, 7.79 y 8.52% en mayo, junio y la primera quincena de julio, respectivamente. Al respecto, destacaron las elevadas tasas de crecimiento anual que exhibieron los precios de los energéticos, particularmente las del gas L.P. y las de las gasolinas. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado con los bajos niveles de inflación del subíndice de precios de productos agropecuarios (Gráfica 23 y Cuadro 1).

Gráfica 23
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 mostraron incrementos entre mayo y julio. Al respecto, destaca el incremento registrado en la correspondiente a la inflación general para el cierre de 2018, luego de que los datos recientemente observados de la inflación –en particular en lo correspondiente a su componente no subyacente– se ubicaron por arriba de las expectativas de los analistas. Así, las medianas de las expectativas de inflación general para el cierre de 2018 y 2019 se ajustaron de 3.94 a 4.25% y de 3.55 a 3.60%, respectivamente. En contraste, las correspondientes a los próximos 12 meses, con referencia tanto al mes

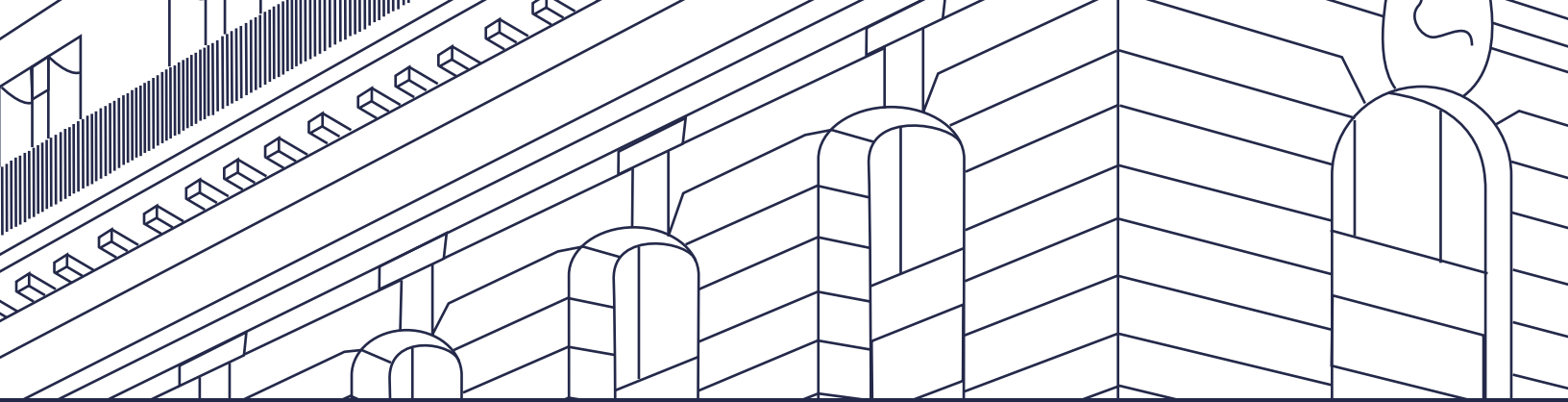
del levantamiento de la encuesta, como al siguiente, se ajustaron a la baja de 3.90 a 3.85% y de 3.90 a 3.80%, respectivamente. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el mediano y largo plazo se mantuvieron estables en 3.5 por ciento. Por lo que respecta a las expectativas 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 permanecieron sin cambios, ubicándose en niveles cercanos a 3.5%. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario registró un incremento en el periodo antes mencionado.

Considerando que se han observado incrementos mayores a los previstos en los precios de los energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., se espera que la trayectoria prevista para la inflación general se vea afectada para los siguientes doce meses, si bien se anticipa que este efecto sea transitorio. En cambio, se estima que la inflación subyacente continúe mostrando una tendencia descendente. Entre los riesgos que enfrenta la inflación, destacan los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional enfrente presiones en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y de fortaleza del dólar, como a elementos de incertidumbre que continúan presentes tanto en el ámbito externo, como en el interno, como la renegociación del TLCAN. De igual forma, que ocurran incrementos adicionales en los precios de algunos energéticos o aumentos en los precios de los bienes agropecuarios. También, que las acciones de política de comercio exterior de Estados Unidos den lugar a un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias que afecten adversamente el comportamiento de la inflación. A la baja, sobresale una posible apreciación de la moneda nacional en caso de que se logre un resultado favorable de las negociaciones del TLCAN.

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

Concepto	Diciembre 2017	Mayo 2018	Junio 2018	1q Julio 2018
INPC	6.77	4.51	4.65	4.85
Subyacente	4.87	3.69	3.62	3.64
Mercancías	6.17	4.07	3.88	4.02
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	4.73	4.49	4.55
Mercancías no Alimenticias	5.62	3.52	3.36	3.57
Servicios	3.76	3.36	3.38	3.31
Vivienda	2.65	2.57	2.60	2.61
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.82	4.81	4.81
Otros Servicios	4.63	3.73	3.76	3.58
No Subyacente	12.62	6.99	7.79	8.52
Agropecuarios	9.75	2.87	2.11	2.23
Frutas y Verduras	18.60	-0.87	-1.40	0.67
Pecuarios	4.50	5.14	4.24	3.21
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	14.44	9.59	11.40	12.59
Energéticos	17.69	12.37	15.22	17.16
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	4.53	4.48	4.39

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 16 de agosto de 2018

