



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 63

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 15 de noviembre 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: 14 de noviembre de 2018.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

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

Lic. Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente 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 (ver anexo).

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

La mayoría de los miembros coincidió en que en el tercer trimestre del año la economía mundial continuó expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado. Algunos resaltaron que se prevé que la economía mundial siga creciendo, pero precisaron que estas previsiones se han venido revisando a la baja. Algunos argumentaron que lo anterior obedece a la materialización de varios riesgos que ya se han mencionado en ocasiones anteriores y que continúan vigentes. En este sentido, la mayoría concordó en que el crecimiento mundial está sujeto a una marcada incertidumbre y que entre los principales riesgos destacan: i) un mayor escalamiento de las tensiones comerciales; ii) el apretamiento de las condiciones financieras; y iii) diversos problemas de índole político y geopolítico en algunas economías de importancia sistémica a nivel regional o global. Un miembro añadió la vulnerabilidad de algunas economías emergentes y la volatilidad de los precios del petróleo como factores de riesgo para el crecimiento mundial.

Respecto del primer riesgo antes mencionado, un miembro destacó los efectos adversos de las

disputas comerciales a nivel global tanto inmediatos, como en el mediano y largo plazos, sobre la actividad y el comercio mundial. Apuntó que la probabilidad de que entren en vigor nuevos aranceles entre China y Estados Unidos a principios del próximo año sigue siendo alta. Otro miembro enfatizó la menor tasa de crecimiento del comercio global y la caída observada en los índices de gerentes de compra del sector manufacturero, afirmando que en los últimos trimestres estas tensiones comerciales han incluido regiones y economías cuya desaceleración podría tener repercusiones sistémicas. En cuanto al segundo riesgo, la mayoría resaltó que es posible un apretamiento de las condiciones financieras ante la materialización de un ciclo de restricción monetaria en las principales economías avanzadas más pronunciado de lo previsto, particularmente, en Estados Unidos. Lo anterior ante la posibilidad de un estrechamiento excesivo de las condiciones de holgura en esta economía. Un miembro, sin embargo, resaltó lo contrario, esto es, la posibilidad de que la Reserva Federal aumente su tasa de referencia a un menor ritmo, o en menor grado, debido a que la inflación parece estar desacelerándose respecto a lo previsto. Respecto del tercer riesgo, un miembro destacó las negociaciones del Brexit las cuales, si bien parecen encontrarse en sus etapas finales tras haber alcanzado ya acuerdos preliminares, continúan sujetas a nuevos retrasos y resultados desfavorables. Asimismo, señaló que persiste preocupación por la situación de las finanzas públicas y el financiamiento en Italia en el corto y mediano plazos y por las sanciones que las autoridades de la Unión Europea podrían imponer a ese país. Finalmente, otro miembro destacó lo complejo y frágil del entorno actual, tanto por lo inusitado de algunos de los elementos que están presentes en la economía global, como por los importantes riesgos cíclicos y estructurales que se enfrentan.

La mayoría señaló que se ha mantenido la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. En particular, mencionó que, en contraste con las economías de la zona del euro, Japón y el Reino Unido, las cuales han continuado creciendo por debajo de lo previsto, en Estados Unidos la expansión de la actividad económica sigue siendo elevada. Al respecto, un miembro señaló que, tanto la fase madura del ciclo por la que transita la economía de Estados Unidos, como la política fiscal pro-cíclica implementada en ese país, se reflejaron en una tasa de crecimiento elevada en el tercer trimestre del año. Asimismo, añadió que se ha

mantenido la expectativa de crecimientos mayores al potencial durante este y el próximo año. Un miembro señaló que es posible que la economía de Estados Unidos exhiba una fuerte desaceleración, al irse disipando los efectos del estímulo fiscal.

En lo referente al mercado laboral en las economías avanzadas, un integrante mencionó que la tasa de desempleo ha seguido disminuyendo, ubicándose en niveles cercanos o por debajo de los observados antes de la crisis, mientras que los salarios mantuvieron su tendencia al alza. Sobre el mercado laboral en Estados Unidos, algunos miembros apuntaron que las presiones salariales han continuado fortaleciéndose. Uno de ellos enfatizó que se han alcanzado niveles históricamente bajos de la tasa de desempleo y que las perspectivas para la evolución futura de los salarios e inflación se han tornado notablemente inciertas, en especial ante el significativo estímulo fiscal adoptado. No obstante, un miembro opinó que, dado el acomodamiento monetario prevaeciente y el estímulo fiscal implementado, lo sorprendente es que los salarios no hayan registrado un mayor dinamismo, apuntando a lo plana que actualmente parece ser la curva de Phillips en ese país.

En lo referente a las economías emergentes, algunos miembros señalaron que su crecimiento se debilitó durante el tercer trimestre del año. La mayoría alertó sobre las vulnerabilidades que persisten en algunas de estas economías. Uno advirtió que, especialmente para estas economías, la volatilidad financiera internacional es un elemento de presión para la estabilidad macroeconómica y financiera. En el caso de la economía china, algunos indicaron que, como consecuencia de las tensiones comerciales con Estados Unidos, se han adoptado diversas políticas encaminadas a reactivar su crecimiento económico y continuar con un rebalanceo ordenado de su economía. Sin embargo, uno de ellos puntualizó que en las circunstancias actuales, el riesgo de que dichas medidas sean insuficientes o tardías se ha incrementado, lo que podría derivar en una desaceleración de su ritmo de crecimiento más pronunciada de lo previsto. Por otro lado, otro miembro comentó que los pronósticos de crecimiento para las economías de América Latina se han revisado a la baja, como respuesta a las condiciones más restrictivas de financiamiento para la región, a la desaceleración del comercio mundial, así como a la presencia de algunos factores idiosincrásicos que han deteriorado las expectativas de crecimiento.

La mayoría advirtió que la evolución de los precios a nivel internacional se mantuvo relativamente estable durante el periodo referido, pero advirtió que su balance de riesgos está sesgado al alza. Recalcó que durante las últimas semanas se observó una marcada reducción de los precios de los energéticos, debido a que se flexibilizaron las sanciones que Estados Unidos impuso a Irán, así como a la dificultad de Arabia Saudita para imponer recortes a la producción de petróleo. Al respecto, un miembro añadió que, de mantenerse esta situación, podrían reducirse algunas de las presiones que han afectado a la inflación general a nivel mundial. Algunos miembros señalaron que la inflación en Estados Unidos parece estar desacelerándose y ubicándose alrededor de la meta de la Reserva Federal. Sin embargo, uno de ellos notó que, si bien en el escenario central no se prevén presiones inflacionarias significativas y, en el margen, estas han sido menores en respuesta a la mayor fortaleza del dólar y la caída reciente en los precios de los energéticos, y a pesar de que existen factores estructurales detrás de las menores presiones salariales e inflacionarias, no puede descartarse que dichas presiones pudieran observarse. Por otro lado, mencionó, respecto de la inflación subyacente, que en otras economías avanzadas como Japón y la zona del euro esta se encuentra todavía por debajo de las metas de sus bancos centrales. Finalmente otro miembro comentó que persisten los riesgos para la inflación en las economías emergentes.

La mayoría mencionó que, como se anticipaba, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en noviembre y reiteró su previsión de aumentos graduales para dicha tasa. Un integrante señaló que la conducción de la política monetaria por parte de ese banco central se ha apoyado en importantes esfuerzos de comunicación. Otro miembro añadió que las condiciones monetarias en ese país están tornándose más astringentes mediante dos canales: los incrementos en las tasas de referencia y la apreciación del dólar estadounidense. También afirmó que la inflación en Estados Unidos parece desacelerarse y que en ese contexto, los mercados anticipan únicamente tres movimientos adicionales, de la fecha actual al cierre de 2019, para la tasa de fondos federales, uno en diciembre de este año y dos en 2019. No obstante, algunos advirtieron que la posibilidad de sorpresas persiste. Uno de ellos precisó que este riesgo podría haber disminuido a partir de los recientes resultados electorales en ese país, ya que la mayoría de oposición en la cámara baja de su Congreso podría dificultar la adopción de medidas adicionales de estímulo fiscal. Por su parte,

otro integrante notó que la fortaleza del dólar y la expectativa de presiones inflacionarias en Estados Unidos mayores a las de otras economías avanzadas, han contribuido a posturas monetarias marcadamente diferentes entre estas.

En este entorno, la mayoría notó que en las semanas recientes los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad y los precios de los activos de las economías emergentes registraron un desempeño negativo, con diferencias de acuerdo a sus fundamentos macroeconómicos y a factores idiosincrásicos. Uno mencionó que esta volatilidad fue exacerbada por el abrupto ajuste a la baja de los precios del petróleo y, en menor medida, de las de otras materias primas. Agregó que la recomposición de portafolios de inversión hacia instrumentos menos riesgosos se ha visto reflejada en salidas de capital de mercados de renta fija en economías emergentes y, en general, en un desempeño negativo de sus tipos de cambio y otros activos financieros. Otro integrante mencionó que la combinación de un aumento en toda la curva de rendimientos en Estados Unidos, con la expectativa de que las utilidades corporativas habían alcanzado niveles máximos y la perspectiva de que las ventas se desacelerarían, propició un importante ajuste en los mercados accionarios. Puntualizó que desde septiembre las tasas de interés en Estados Unidos han mostrado un marcado incremento en todos sus plazos, reflejando no solo los efectos del aumento en el rango objetivo para la tasa de fondos federales anunciado ese mes, sino también el mensaje comunicado por el Presidente de la Reserva Federal en el sentido de que el aumento de las tasas de referencia podría ir más allá de su nivel neutral. En particular, comentó que los diferenciales de las tasas de interés de largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro alcanzaron sus niveles más elevados en décadas. Además, advirtió que la evolución de los mercados financieros internacionales está sujeta a riesgos asociados principalmente con la normalización de la política monetaria estadounidense, los cuales podrían propiciar un ajuste desordenado en las tasas de interés, y este a su vez, dar lugar a recomposiciones en los flujos de capital con efectos marcadamente adversos para las economías emergentes. Desde una perspectiva de más largo plazo, uno notó que en respuesta a la crisis financiera de 2008, la Reserva Federal adoptó una postura monetaria muy acomodaticia por un tiempo muy prolongado. Apuntó que, además de sus efectos sobre la demanda agregada en Estados Unidos, el estímulo monetario también contribuyó a una mayor diversificación de portafolios, con una creciente exposición a economías emergentes y un

mayor apalancamiento de las empresas en estas economías. Señaló que, de esta manera, y considerando la magnitud, así como lo prolongado del estímulo monetario adoptado y algunas vulnerabilidades financieras, la Reserva Federal estableció una estrategia de normalización de su postura monetaria gradual y preanunciada. Afirmó que, no obstante, desde finales del año pasado, la adopción de un importante estímulo fiscal tanto por recortes tributarios, como por el incremento en el gasto, ha hecho más complejo e incierto el comportamiento de la economía estadounidense.

Todos los integrantes de la Junta de Gobierno resaltaron que la información oportuna indica que en el tercer trimestre de 2018 la actividad económica en México repuntó, luego de la contracción registrada en el segundo trimestre. Por el lado de la demanda agregada, la mayoría destacó que el impulso de la actividad económica ha provenido del mayor dinamismo de las exportaciones manufactureras y de la trayectoria positiva del consumo. No obstante, advirtió que persiste la tendencia negativa de la inversión. Al respecto, uno consideró que la trayectoria de la inversión representa una de las características más preocupantes de la composición del crecimiento en México. Profundizó sobre el hecho de que la inversión fija bruta se ha mantenido prácticamente estancada desde la segunda mitad de 2015 y que, expresada como proporción del PIB, registra en la actualidad lecturas alrededor de los niveles mínimos de los últimos 12 años. Argumentó que lo anterior representa uno de los principales factores detrás del modesto crecimiento potencial de la economía, el cual estima se ubica en torno a 2.5% anual, y que este pudiera estar disminuyendo ante la debilidad que la inversión ha registrado. Respecto de la producción por sector de actividad económica, la mayoría sostuvo que la expansión fue reflejo del dinamismo del sector servicios. Algunos agregaron también el mejor desempeño de la actividad industrial respecto al trimestre previo, destacando la recuperación de las manufacturas. Uno de ellos advirtió sobre el continuo deterioro de la minería, resaltando la tendencia decreciente en la extracción de crudo.

Respecto de las previsiones para la actividad económica, un miembro mencionó que se espera que la inversión fija bruta exhiba nuevamente una caída en el tercer trimestre por el desempeño negativo de la construcción, así como de la maquinaria y equipo de origen nacional. Otro agregó que se prevé una desaceleración en el consumo, y algunos añadieron que se anticipa una disminución en el gasto público. Algunos miembros indicaron que

se mantiene el pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2018 y 2019 dentro de los rangos anunciados en el último Informe Trimestral. No obstante, uno de ellos comentó que el entorno de crecimiento para el 2019 es marcadamente incierto, ya que no se conocen los detalles del paquete económico ni las estrategias concretas de políticas públicas de la nueva administración para el próximo año. Por su parte, otro miembro sostuvo que las previsiones de crecimiento para México se han reducido tanto por parte de organismos internacionales, como por especialistas del sector privado, algunos de los cuales incluso ya han disminuido su estimación para 2019 por debajo del 2.0%.

La mayoría de los miembros comentó que el balance de riesgos para el crecimiento, desde una perspectiva cíclica, continúa sesgado a la baja y se ha deteriorado en el margen debido, en gran medida, al complejo entorno externo que enfrenta la economía mexicana y a los elementos de incertidumbre internos. Algunos agregaron que el sesgo a la baja se observa tanto en un horizonte de corto como de mediano plazos. Uno de ellos apuntó que, si bien en el margen este sesgo podría haber disminuido ante los acuerdos alcanzados en materia comercial entre México, Canadá y Estados Unidos, persisten otros elementos de incertidumbre. En este sentido, además de los riesgos globales descritos previamente, la mayoría mencionó posibles obstáculos para la ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados en Norteamérica (T-MEC), principalmente ante los recientes cambios en la composición del Congreso en Estados Unidos. Al respecto, uno profundizó en que diversos líderes del partido demócrata han venido declarando su intención de modificar dicho acuerdo comercial. Como un riesgo adicional, la mayoría señaló el ciclo de ajuste a la baja del gasto público que, por lo general, se observa con el proceso de transición y llegada de una nueva administración. Algunos añadieron como riesgo la persistencia e intensificación de los factores que han propiciado un entorno de incertidumbre y una menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana, como consecuencia de las acciones de política pública que podría tomar el nuevo gobierno o de la falta de claridad en torno a estas. Adicionalmente, un miembro argumentó que existen importantes factores de riesgo de mediano plazo, entre los que destacó: i) la posible adopción de políticas públicas que pudieran afectar el entorno macroeconómico, el proceso de formación de precios y la capacidad de crecimiento; ii) el incremento de la incertidumbre sobre las acciones que se adoptarán en los próximos

años para incrementar la productividad de la economía mexicana y la adecuada utilización de los factores productivos; y iii) la inseguridad pública, la corrupción, la impunidad y la falta de Estado de Derecho, que afectan las perspectivas de inversión y el crecimiento económico.

La mayoría estimó que las condiciones de holgura en la economía se apretaron ligeramente respecto al trimestre anterior, si bien se mantienen en niveles menos estrechos que los observados al inicio del año. Algunos consideraron que las condiciones cíclicas de la economía no han cambiado de manera importante desde la decisión anterior. No obstante, uno de ellos notó que quizá lo más relevante es que estas condiciones se han tornado menos estrechas a una velocidad muy lenta y menor a la prevista, lo cual ha contribuido a la persistencia que ha venido mostrando la inflación subyacente. En este mismo sentido, otro apuntó que, aun cuando las condiciones de holgura se mantienen en terreno neutral —con excepción del mercado laboral— dicho fenómeno no ha sido suficiente para lograr que la inflación retome una trayectoria descendente. En particular, respecto de la brecha del producto, un miembro manifestó que, en virtud de la evolución reciente de la actividad económica, las estimaciones de la misma se ubican alrededor de cero, independientemente de si se incluye o no en los cálculos la producción petrolera. Destacó que esta conclusión además es apoyada por la información derivada de un conjunto amplio de indicadores de holgura en una gama de sectores de la economía. Por su parte, respecto del mercado laboral, la mayoría resaltó que este mantiene condiciones estrechas. Uno de ellos puntualizó que la tasa de desempleo, medida con base en distintas definiciones, se ha estabilizado en niveles reducidos y que, además, el indicador con cobertura nacional continúa por debajo de las estimaciones para su nivel de largo plazo. Otro detalló que los salarios han mostrado cierto aumento, si bien uno consideró que hasta ahora no se observan presiones salariales excesivas. También advirtió que, en virtud de que se espera que durante los próximos dos años la economía mexicana muestre tasas de crecimiento ligeramente por debajo del potencial, no se anticipan presiones de demanda en la economía. No obstante, señaló que será necesario darle un seguimiento cuidadoso a las condiciones del mercado laboral. En este sentido, otro enfatizó la importancia de evaluar dichas condiciones y sus efectos en la formación de precios, así como las políticas que al respecto impulse la nueva administración. En particular, subrayó que es muy importante que las revisiones salariales estén asociadas a las ganancias en

productividad y que no impliquen una presión generalizada de costos en la economía ni afecten el proceso de formación de precios. Un miembro insistió que, en su opinión, la evaluación de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, si bien continúa siendo relevante, ha perdido importancia relativa para la toma de decisiones de política monetaria, lo anterior en el contexto de una marcada elevación de la incertidumbre y del papel que debe jugar la política monetaria para enfrentarla.

La mayoría señaló que la inflación general se ubicó en 4.90% en octubre, reflejando aún los incrementos registrados desde junio en los precios de los energéticos, principalmente los de la gasolina y del gas L.P. Un miembro destacó que la inflación general anual se mantiene por encima de la meta del 3%. Otro indicó que esta ha comenzado a disminuir, pero se mantiene elevada y sigue mostrando cifras por encima de los pronósticos de Banco de México. Puntualizó que el descenso reciente de la inflación general obedece al comportamiento de la inflación no subyacente. La mayoría coincidió en que los incrementos en los precios de los energéticos — resultado de la evolución de sus referencias internacionales y, en el caso de las gasolinas, de una disminución en los estímulos fiscales aplicables a sus cotizaciones nacionales— han contribuido a que la inflación no subyacente se mantenga en niveles elevados por un periodo prolongado. No obstante, mencionó que esta ha comenzado a disminuir. Uno detalló que dicho subíndice pasó de 8.90 a 8.50% entre la primera quincena de septiembre y la primera de octubre debido nuevamente a la variación en los precios de los energéticos y a un efecto de alta base de comparación en los precios de estos bienes. Respecto de la inflación subyacente, la mayoría consideró que ha mostrado un elevado grado de resistencia a disminuir, inclusive incrementándose de 3.67 a 3.73% de septiembre a octubre. Señaló que los choques de los precios de los energéticos también han afectado a este subíndice, debido a los efectos indirectos que han tenido sobre los costos de producción de algunos de sus componentes. Un integrante destacó que la inflación subyacente se ha visto afectada, además, por el comportamiento del tipo de cambio, y que ha comenzado a superar las proyecciones del Instituto Central. Algunos notaron que incrementos en los precios de las mercancías alimenticias también contribuyeron al aumento de la inflación subyacente. La mayoría mencionó que además el componente subyacente se ha visto afectado por aumentos en precios de los servicios distintos a educación y vivienda. Al respecto, uno precisó que el componente de servicios, que refleja los precios de los bienes no comerciables, se ha

mantenido en niveles superiores al 3% y muestra una tendencia al alza.

La mayoría indicó que las expectativas de inflación general provenientes de encuestas para el cierre de 2018 se ajustaron al alza entre septiembre y octubre de 4.50 a 4.61%, y para el cierre de 2019 se mantuvieron alrededor del mismo nivel. Coincidió en que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%, si bien uno destacó que estas se mantienen por encima de la meta. La mayoría agregó que las correspondientes a la inflación subyacente para el cierre de 2018 también se ajustaron al alza, de 3.53 a 3.59%, mientras que para el cierre de 2019 se mantuvieron prácticamente sin cambios. Por otra parte, señaló que los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales sugieren un incremento considerable en los riesgos inflacionarios de mediano y largo plazos. Al respecto, uno puntualizó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los diferenciales entre tasas nominales y reales a distintos plazos muestra incrementos entre 21 y 43 puntos base. Otro integrante mencionó que, desde la última decisión, el diferencial para los instrumentos a 30 años aumentó en 78 puntos base y precisó que dicho diferencial es volátil e incorpora, además de expectativas de inflación, varios factores de riesgo. Indicó que, no obstante, el incremento en el diferencial refleja un aumento significativo en la percepción del riesgo por parte de los mercados con respecto a la trayectoria de la inflación a mediano y largo plazos. Un miembro aclaró que el aumento en la prima por riesgo inflacionario refleja un incremento en los riesgos que afectan a la inflación en el corto, mediano y largo plazos, en efecto, dichos riesgos afectan a la inflación y a sus expectativas desde que se generan y hasta el largo plazo.

La mayoría señaló que los pronósticos de inflación se revisaron al alza y, además, algunos mencionaron que en ausencia de un ajuste de la política monetaria, se retrasaría nuevamente el proceso de convergencia de la inflación a su meta. Apuntaron que la revisión al alza de los pronósticos se debe a incrementos mayores a los anticipados tanto en el componente subyacente, como en el no subyacente. En adición a lo anterior, la mayoría destacó que dicha revisión incorpora una trayectoria esperada más elevada tanto para el tipo de cambio, como para los precios de los energéticos. Uno resaltó que los aumentos mayores a los anticipados que se han observado en los servicios distintos a la educación y

a la vivienda, afectan las previsiones para la inflación al alza.

Todos los integrantes de la Junta de Gobierno consideraron que el balance de riesgos para la trayectoria esperada de la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza en un entorno de marcada incertidumbre. Uno notó que en los últimos meses se han materializado algunos riesgos al alza para la inflación, ello en un entorno externo adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna. Otro mencionó que posiblemente el balance de riesgos para la inflación esté en proceso de tornarse aún más adverso. Sostuvo que algunos de los riesgos que se enfrentan son de naturaleza cíclica, mientras que otros son de carácter estructural.

En cuanto a los principales riesgos cíclicos al alza, la mayoría destacó la posibilidad de que el peso mexicano se vea presionado por factores externos e internos; un posible escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global; presiones adicionales en los precios de los energéticos o incrementos en los precios de los productos agropecuarios; un deterioro en las finanzas públicas; y que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad. Un miembro resaltó que podrían presentarse presiones salariales como resultado de la persistente estrechez que muestra el mercado laboral. Respecto del choque al tipo de cambio, mencionó que, si bien tanto la persistencia de este choque como su magnitud final son todavía inciertas, los factores que lo detonaron sugieren un ajuste del tipo de cambio real de equilibrio que tendrá repercusiones en los precios. Finalmente, algunos alertaron que por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios, en la medida en que se continúen presentando nuevos choques.

En cuanto a elementos de naturaleza más estructural, la mayoría coincidió en que la inflación enfrenta riesgos importantes relacionados con la posible adopción de políticas que afecten el proceso de formación de precios en la economía. Uno añadió que la adopción de dichas políticas también podría impactar el cumplimiento de la meta de inflación en los horizontes previstos. Otro miembro comentó que, en su opinión, actualmente no tiene sentido evaluar por separado los balances de riesgos para el crecimiento y la inflación, ya que ambos están altamente interconectados. En este contexto, resaltó que diversos riesgos han estado presentes por varios años. Sin embargo, agregó que en los últimos

meses han venido gestándose cada vez con mayor rapidez tres riesgos que podrían tener efectos muy adversos y profundos sobre la inflación y, en general, sobre la manera en que opera la economía: i) un choque adverso al PIB potencial; ii) un fuerte y rápido deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento en los mercados financieros internacionales; y iii) el posible desanclaje de las expectativas de inflación que, incluso, podría derivar en una situación de dominancia fiscal. Advirtió que dichos riesgos interactúan entre sí y potencialmente se refuerzan. Asimismo, enlistó los elementos que considera están incidiendo en mayor medida en dichos riesgos: i) la incertidumbre sobre el rumbo que tomará, en general, la política económica en los próximos años; ii) el manejo y la vulnerabilidad estructural de las finanzas públicas; iii) la posible indización de los salarios a la inflación; iv) los objetivos y lineamientos, hasta ahora trazados, sobre la política energética; v) el posible establecimiento de cajones o encajes en las Afores y su impacto en las finanzas públicas; vi) la falta de certeza sobre la eficiencia de las políticas para combatir los graves problemas de corrupción e inseguridad; vii) la discusión en torno a la imposibilidad de que la política monetaria incida en el producto potencial de la economía; viii) la gravedad de utilizar las reservas internacionales para financiar el gasto público; y ix) la posibilidad de que se revierta el acuerdo comercial entre los tres países de Norteamérica, ante la nueva conformación de la Cámara de Representantes en Estados Unidos. Respecto de la indización de los salarios a la inflación observada, ahondó en que este tipo de políticas generan una enorme inercia inflacionaria. Expuso que existe amplia evidencia en nuestra historia económica, así como en la de diferentes países, que indica que establecer mecanismos formales o informales de indexación en la economía propician que se pierda control sobre la inflación, afectando más a quienes se tiene como objetivo proteger con dichos mecanismos. Concluyó que, además de que la economía ha presentado por varios años diversas características que dificultan el cumplimiento de la meta de inflación de 3%—lo cual se ha reflejado en el hecho de que las expectativas de inflación de largo plazo se han situado persistentemente alrededor de 3.5 %—, hacia adelante enfrenta, a su parecer, un grave riesgo de que dichas expectativas se desanclen. Finalizó externando su preocupación acerca de que, de materializarse los referidos riesgos, ello conduciría a que la economía operara con un mayor sesgo inflacionario y un menor crecimiento de manera indefinida.

Algunos miembros manifestaron que después de las elecciones presidenciales de julio pasado se observaron claros signos de tranquilidad en los mercados financieros nacionales. Mencionaron que a lo anterior contribuyeron tanto el discurso del equipo de transición, que enfatizó la intención de mantener equilibrios macroeconómicos, como el anuncio del acuerdo comercial alcanzado en Norteamérica. No obstante, la mayoría consideró que, desde la última reunión de política monetaria, estos mercados se han visto sujetos a presiones significativas tanto por factores externos como internos. Entre los factores externos la mayoría mencionó la alta volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales durante las últimas semanas. Al respecto, un miembro enfatizó el sentimiento generalizado de aversión al riesgo en dichos mercados, así como el fortalecimiento del dólar. La mayoría sostuvo que entre los factores internos que afectaron a los mercados nacionales se encuentran: i) el anuncio de la cancelación del proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de México; ii) la preocupación por el modelo de negocio de Pemex; iii) la incertidumbre asociada a ciertos proyectos legislativos; y iv) el impacto de varias de estas medidas, así como de algunos proyectos de gasto y de la incertidumbre de los mercados financieros, sobre las finanzas públicas. Algunos consideraron que los factores internos fueron primordiales en la evolución reciente de los mercados, enfatizando uno de ellos que en vez de aliviar las mayores tensiones de origen externo, varias de las acciones consideradas o puestas en marcha tuvieron el efecto contrario. La mayoría destacó que, como consecuencia de todo lo anterior, el tipo de cambio registró una depreciación importante y un aumento en su volatilidad, las tasas de interés de mediano y largo plazos en monedas nacional y extranjera se incrementaron, y los indicadores de riesgo soberano se deterioraron. Algunos agregaron que la bolsa de valores registró una caída significativa. Un miembro sostuvo que dentro de las economías emergentes, la de México presentó el peor desempeño en los cuatro indicadores mencionados desde el 17 de octubre hasta la fecha. En este mismo sentido, otro miembro apuntó que los movimientos recientes del tipo de cambio revirtieron la apreciación que se había registrado a lo largo del año y que el peso mexicano dejó de diferenciarse con respecto a otras economías emergentes. Algunos señalaron que, a pesar de lo anterior, las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron estables durante el periodo. Con relación a las tasas de interés, algunos resaltaron que las de mediano y largo plazos en pesos alcanzaron sus niveles más

altos en los últimos 10 años. Uno de ellos manifestó que los incrementos recientes en la curva de rendimientos son equiparables a los observados después de las elecciones presidenciales de Estados Unidos en 2016 y durante el episodio conocido como *Taper Tantrum* en 2013. Otro apuntó que, a diferencia del mercado cambiario, en el mercado de renta fija se presentaron afectaciones considerables, enfatizando que las tasas de interés se ajustaron de manera abrupta y en condiciones de poca liquidez. En relación con la bolsa de valores, un miembro detalló que desde que se dio a conocer la consulta con respecto a la posible cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de México, la bolsa mexicana ha acumulado una caída de 10%. Asimismo, destacó que, como consecuencia del proyecto legislativo sobre las comisiones bancarias, los grupos financieros han presentado el mayor ajuste dentro del mercado bursátil. Finalmente, en lo referente a los indicadores de riesgo soberano, mencionó que los bonos de CFE y Pemex también se han visto afectados, y concluyó que las primas de riesgo local se han incrementado sensiblemente.

La mayoría de los miembros sostuvo que bajo las circunstancias descritas, se ha generado un entorno de mayor incertidumbre para el marco macroeconómico del país. Algunos recalcaron que el entorno descrito presenta importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y la formación de precios en la economía. La mayoría consideró que la confianza de los inversionistas en la economía nacional se ha mermado como consecuencia de lo anterior. Uno señaló que hay incertidumbre en torno a los proyectos de infraestructura, el Estado de Derecho, y el cumplimiento de compromisos contractuales adquiridos con anterioridad, en tanto que otro resaltó las dudas sobre los fundamentos para la toma de decisiones de la nueva administración. En este contexto, la mayoría destacó que las calificadoras han manifestado preocupación en torno al manejo de las finanzas públicas y a la política energética del nuevo gobierno, lo que llevó a algunas de ellas a cambiar la perspectiva de la deuda soberana del país de estable a negativa. Uno argumentó que lo anterior ha impactado la posición competitiva del país, ya que podría traducirse en un menor acceso a fuentes de financiamiento. Inclusive, algunos apuntaron que inversionistas extranjeros han reducido su exposición a activos nacionales. Uno resaltó que, si bien el sistema financiero mexicano cuenta con capital y liquidez suficiente para hacer frente a choques adversos, el panorama de incertidumbre internacional y nacional, el

aumento en el costo del financiamiento y la perspectiva de menor actividad económica podrían representar retos importantes para las instituciones financieras del país. La mayoría coincidió en que es necesario tomar medidas de política pública encaminadas a fortalecer la confianza en la economía nacional y dar certidumbre a la inversión. Uno sostuvo que, de no hacerlo, el deterioro que han mostrado los mercados en los últimos días podría derivar en una problemática mucho más compleja. Manifestó que en una economía tan abierta a los flujos de capital externos como la mexicana, el margen de error es sumamente estrecho, ya que la respuesta de los mercados es instantánea y las potenciales consecuencias pueden llegar a ser considerables. Otro mencionó que mantener políticas públicas adecuadas contribuiría a evitar vulnerabilidades que pudieran propiciar una recomposición de portafolios y salidas de capital. La mayoría señaló que entre las medidas de política pública antes señaladas, es necesario mantener finanzas públicas sanas y establecer políticas orientadas a incrementar la productividad del país, el fortalecimiento del Estado de Derecho y el combate a la corrupción, la impunidad y la inseguridad. Asimismo, indicó que es indispensable un entorno con reglas de juego claras y en donde exista fortaleza institucional que estimule la inversión privada. Un miembro señaló que solo de esta forma será posible incrementar el crecimiento potencial de la economía, indicando que en la actualidad las tasas máximas de crecimiento económico que son compatibles con un entorno de estabilidad son modestas y pueden inclusive estar disminuyendo. Otro miembro manifestó que lograr finanzas públicas sanas no solo es cuestión de voluntad, sino que implica hacer frente a los escasos márgenes que existen para su gestión. Mencionó que deben considerarse los gastos ineludibles del gobierno, que incluyen las transferencias a los estados, el pago de pensiones y el costo de la deuda pública. Al respecto, agregó que el reciente deterioro en los mercados financieros se ha traducido en un incremento del costo de financiamiento para el gobierno, lo que ha reducido aún más el margen de acción. Consideró también que, en caso de que se redujeran los impuestos en la zona fronteriza del país ello mermaría los ingresos tributarios, lo que generaría presiones adicionales en las finanzas públicas. Manifestó que los detalles del programa fiscal que se aprobará serán cruciales para refrendar la confianza en el sector público mexicano. Otro miembro señaló que existen preocupaciones adicionales respecto del financiamiento del gasto público y advirtió que de implementar políticas que pudieran verse reflejadas en un deterioro adicional

de las finanzas públicas se generaría un entorno de bajo crecimiento y alta inflación, en el que la política monetaria perdería su efectividad.

En relación con los factores que incidieron en la decisión de política monetaria, la mayoría destacó que el panorama que enfrenta la inflación se ha deteriorado de manera importante, tanto en una perspectiva de corto como de mediano plazo. Respecto del entorno más adverso que enfrenta la inflación en el corto plazo, notó que el componente subyacente ha mostrado un elevado grado de resistencia a disminuir. Mencionó que a lo anterior hay que sumarle la posibilidad de acciones de política pública que dificulten el proceso de reducción de la inflación, así como los nuevos choques derivados de la depreciación de la cotización de la moneda nacional, la cual seguirá sujeta a presiones.

En cuanto al panorama de mediano plazo, la mayoría afirmó que el entorno actual de incertidumbre presenta riesgos para el funcionamiento nominal de la economía y para su capacidad de crecimiento. Uno añadió que la profundidad y duración del choque a los mercados financieros nacionales —incluido el cambiario— es aún incierta, y que a ello hay que añadir que dicho choque interactúa simultáneamente con otros factores adversos, como la caída de la plataforma de producción petrolera —y sus consecuencias sobre la balanza comercial y finanzas públicas—, el lento crecimiento de la economía mexicana, así como la incertidumbre que aún prevalece sobre la formalización del nuevo acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá. La mayoría coincidió en que de prevalecer un entorno como este, podría registrarse un periodo de crecimiento débil de la actividad económica y de posibles presiones inflacionarias persistentes. En esta situación, la efectividad de la política monetaria es menor y se complica de manera considerable el manejo de la misma. Sostuvo que la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este sentido, un miembro argumentó que la política monetaria juega un papel fundamental en administrar dicha incertidumbre y que ello implica, posiblemente, actuar de forma todavía más prudente de lo que el Banco de México ha venido haciendo. En este contexto, apuntó que en las condiciones actuales, las consideraciones de naturaleza cíclica en las que usualmente se basan las decisiones de los bancos centrales tienen menor peso. Comentó que factores estructurales le han imprimido una fuerte persistencia a la inflación tanto

general como subyacente, y que muchos de ellos se ven reflejados en una evolución desfavorable de la productividad factorial total. Detalló que, ante las condiciones que actualmente enfrenta la economía, el tipo de cambio real muestra fuertes presiones a depreciarse y las tasas de interés de mediano y largo plazo, a elevarse. Advirtió que la presión al alza sobre dichas tasas se da por dos vías, un incremento en las expectativas de inflación y un alza de la prima por plazo demandada por los inversionistas en activos financieros mexicanos. Indicó que las primas de riesgo inflacionario se incrementan en la medida que las expectativas de inflación se deterioran, lo que propiciaría que la economía muestre un acrecentado sesgo inflacionario. Concluyó que un entorno como el descrito debe ir acompañado de una postura monetaria más astringente por parte del Banco Central a lo largo del tiempo.

En este contexto, todos coincidieron en que resulta indispensable ajustar la postura de política monetaria, a fin de que la inflación converja a su meta en el horizonte de pronóstico. Ello considerando que en el entorno actual se ha incrementado la posibilidad de que se retrase la convergencia de la inflación general a su meta. Uno advirtió que alcanzar el objetivo de inflación parece complicado, aun considerando una reducción del componente subyacente. Todos consideraron que este ajuste debe llevarse a cabo con el fin de preservar la credibilidad del Banco Central y mandar una señal inequívoca de su compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación. Uno de los miembros recalcó que ajustar la política monetaria es fundamental si se considera que bajo un régimen de objetivos de inflación el ancla de la economía es la credibilidad misma en la meta de inflación, la que depende de la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y de la conducción de una política monetaria prudente. Puntualizó que los fuertes ajustes en los mercados locales en magnitudes superiores a las ocurridas en otras economías emergentes responden a un choque cuya profundidad y duración todavía son inciertas, por lo que en su opinión es necesario un ajuste de la tasa de referencia de 50 puntos base, para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte previsto, considerando los riesgos que ya se han materializado y la posibilidad de que pudieran agravarse próximamente. Asimismo, consideró que las condiciones actuales justifican una respuesta de Banco de México equiparable a las que este ha tenido en el pasado ante situaciones similares de tensiones financieras, como en 2016 y principios de 2017. Destacó que, en una situación como la descrita, existe el riesgo de un desanclaje de las

expectativas de inflación, por lo que se requiere una reacción contundente del Instituto Central. Otro miembro coincidió en que la política monetaria enfrenta un entorno complejo caracterizado por una tasa de inflación por encima de lo pronosticado por el Banco Central, una inflación subyacente persistentemente elevada, una depreciación importante del tipo de cambio, un balance de riesgos al alza para la inflación que se ha deteriorado y un mayor riesgo de efectos de segundo orden, lo que justificaría considerar un ajuste de 50 puntos base a la tasa de interés de política monetaria. No obstante, concluyó que resulta más conveniente un incremento de 25 puntos base, al tomar en cuenta el descenso que está mostrando la inflación, que aún está pendiente el anuncio de decisiones clave en materia fiscal y salarial en las próximas semanas, que no se anticipan presiones de demanda sobre los precios, y que la perspectiva de un crecimiento por debajo del potencial con un balance de riesgos a la baja, contribuiría a atenuar las presiones inflacionarias. Por su parte, otro comentó que, en su opinión, si bien es conveniente modificar el objetivo para la tasa de referencia, actualmente un solo movimiento al alza de 25 puntos base está lejos de ser suficiente para realinear la trayectoria esperada de la inflación a su meta de 3% en general, no únicamente en el horizonte previsto. Finalmente, todos apuntaron que la comunicación de este Instituto Central debería señalar que la economía mexicana enfrenta riesgos adicionales que podrían implicar retos considerables para el proceso de reducción de la inflación, afectando el proceso de formación de precios y que, en consecuencia, aún se podrían requerir ajustes adicionales de la tasa de referencia, inclusive en el corto plazo según uno de ellos, enfatizando otro que se debe estar preparado para observar tasas de interés más altas a lo largo de la curva de rendimiento.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, y considerando que el balance de riesgos para la inflación muestra un sesgo al alza y que este se ha deteriorado de manera

importante, tanto bajo una perspectiva de corto como de mediano plazo, la Junta de Gobierno decidió por mayoría incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 8.00%. Un miembro votó por incrementar dicho objetivo en 50 puntos base. Tomando en cuenta los retos que se han enfrentado para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno tomará las acciones que considere necesarias, en particular el mantenimiento o un posible reforzamiento de la postura monetaria actual, a fin de que la inflación general converja a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos en un contexto externo adverso, 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 alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Roberto Del Cueto Legaspi, Manuel Ramos Francia y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8.00%.

Irene Espinosa Cantellano votó a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base para ubicarla en un nivel de 8.25%.

5. OPINIONES DISIDENTES

Voto. Irene Espinosa Cantellano

Los ajustes que han experimentado los mercados financieros locales han sido de magnitudes superiores a las ocurridas en otras economías emergentes. Ello responde a factores idiosincráticos, como anuncios que la administración entrante ha

dado en materia de políticas públicas y diversas iniciativas legislativas que han generado un clima de incertidumbre sobre el rumbo de la economía nacional, la sostenibilidad de las finanzas públicas y las condiciones futuras para la inversión privada. Ello se ha reflejado en un aumento de la prima de riesgo país, un deterioro de las perspectivas de las calificadoras y una recomposición de portafolios hacia un menor apetito por los activos mexicanos. Lo anterior en un entorno internacional deteriorado y mayor endurecimiento de las condiciones financieras globales. Los indicadores en México indican la necesidad de ajustar la política monetaria, a fin de que la inflación converja a la meta en el horizonte previsto. Ante estas condiciones, este Instituto debe enviar una señal inequívoca, oportuna y suficiente para dar cabal cumplimiento a su mandato de preservar el poder adquisitivo de la moneda. De no hacerlo, y ocurrir un deterioro del marco macroeconómico, la efectividad de la política monetaria podría verse disminuida y requeriría mayores ajustes en el futuro.

Opinión. Manuel Ramos Francia

Las decisiones de política monetaria deben de incluir más elementos que posibles modificaciones al objetivo para la tasa de interés de referencia. Uno de dichos elementos es usualmente una guía futura para la política monetaria.

Como lo he comentado, a mi parecer el proceso inflacionario muestra diversos aspectos que dificultan la convergencia de la inflación a su meta. El marcado incremento en la incertidumbre asociado a la conducción en general de la política económica en los próximos años exacerba dicha situación, pudiéndose incluso poner en riesgo el buen funcionamiento del sistema nominal de la economía (precios, salarios, tipo de cambio y agregados monetarios). Ello podría resultar en que se desanclaran las expectativas de inflación, así como en un menor crecimiento potencial.

Bajo estas condiciones, la decisión debe incluir un mensaje firme, claro y asertivo sobre la conducción de la política monetaria en un horizonte mayor al asociado a un ciclo de negocios. Así, ante la posible persistencia de choques adversos al tipo de cambio y a las tasas de interés de largo plazo, es posible que sea necesario mantener por un periodo prolongado el objetivo para la tasa de referencia en niveles más elevados que los previstos recientemente.

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

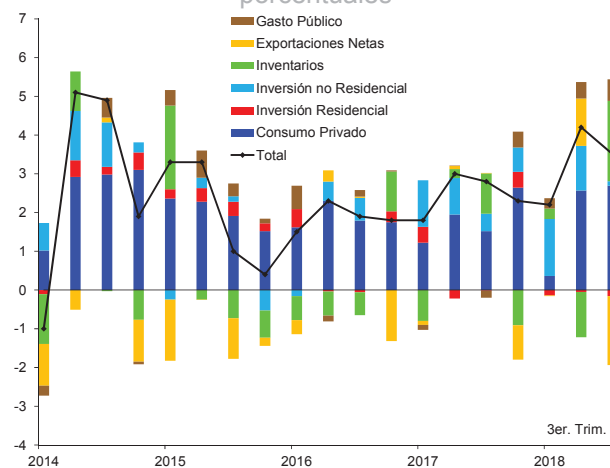
La economía mundial moderó su ritmo de expansión durante el tercer trimestre de 2018, acentuándose las divergencias en el desempeño económico entre distintos países y regiones. En particular, los datos disponibles al tercer trimestre reflejan que el crecimiento de Estados Unidos siguió siendo elevado, si bien por debajo de lo observado el trimestre previo, mientras que el de otras economías avanzadas fue menor a lo esperado, en tanto que el de las principales economías emergentes en general se debilitó. Además, han aumentado los riesgos que enfrenta la economía global en el corto y mediano plazos relacionados con el escalamiento en las disputas comerciales y con el apretamiento de las condiciones financieras globales, el cual podría exacerbarse en caso de una sorpresa inflacionaria. A lo anterior se suman la vulnerabilidad de algunas economías emergentes, la volatilidad en los precios del petróleo, así como factores políticos y geopolíticos. En este contexto, para 2018 y 2019 se continúa previendo una expansión moderada de la economía global, aunque dichas perspectivas se han revisado ligeramente a la baja.

En Estados Unidos, la actividad económica creció durante el tercer trimestre a un ritmo relativamente elevado, de 3.5% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, si bien esta cifra fue inferior a la tasa registrada en el segundo trimestre (Gráfica 1). En particular, el consumo privado siguió expandiéndose significativamente, apoyado por los altos niveles de confianza de los consumidores, el crecimiento del ingreso salarial, y el impulso fiscal, al tiempo que se mantuvo la expansión del gasto público. Asimismo, los inventarios de negocios contribuyeron de manera importante al crecimiento, después de la fuerte desacumulación que presentaron en el segundo trimestre. En contraste, la inversión fija bruta se debilitó ante el menor dinamismo del componente no residencial y la

contracción del residencial. Finalmente, las exportaciones netas restaron dinamismo al crecimiento del PIB como reflejo, en parte, tanto del desvanecimiento del impacto positivo de las exportaciones agrícolas en el trimestre previo, como de la apreciación del dólar.

Gráfica 1
EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral anualizada y con ajuste estacional en por ciento y contribución en puntos porcentuales



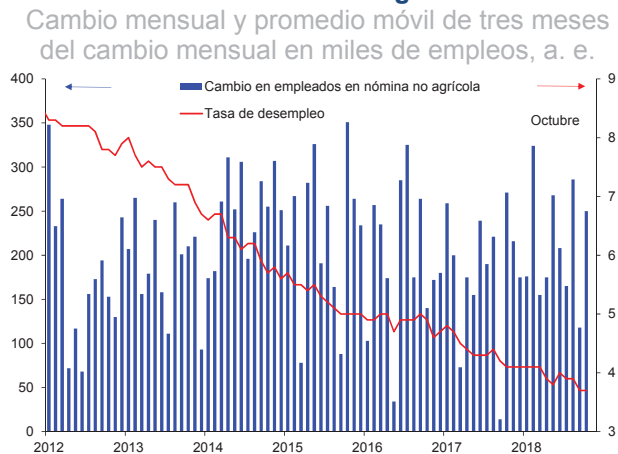
Fuente: BEA.

En octubre del año en curso, la producción industrial en Estados Unidos se expandió a un ritmo más moderado como resultado de la continua caída del sector de la minería —a su vez asociada con una menor actividad de perforación y extracción ante la caída en los precios del petróleo— y de la contracción de la demanda de electricidad y gas derivada de las cambiantes condiciones climáticas en varias regiones de ese país. En contraste, la actividad manufacturera ha seguido mostrando un ritmo de crecimiento relativamente elevado, con incrementos mensuales 0.3% en promedio entre junio y octubre de este año, incluso a pesar de los huracanes que afectaron ese país en septiembre y octubre (la Reserva Federal estimó que estos fenómenos naturales pudieron haber restado hasta 0.1% a la producción industrial en esos meses). Los indicadores prospectivos, tales como el índice de gerentes de compras (PMI), sugieren que la actividad manufacturera mantendrá su dinamismo en los próximos meses.

El mercado laboral en Estados Unidos ha continuado fortaleciéndose. La nómina no agrícola se expandió en 250 mil plazas en octubre, después de haber

crecido en tan solo 118 mil plazas en septiembre como consecuencia del impacto del huracán Florence ocurrido en ese mes (Gráfica 2). A su vez, la tasa de desempleo se ubicó en 3.7% en octubre, la menor tasa desde hace casi cinco décadas y por debajo de la tasa natural de desempleo estimada por la Oficina de Presupuesto del Congreso de ese país (CBO, por sus siglas en inglés). Otros indicadores también sugieren condiciones de apretamiento en el mercado laboral. En particular, las tasas de aperturas de nuevas plazas y de renuncias se encuentran por encima del nivel alcanzado antes de la crisis. En este contexto, los salarios han registrado un alza y las encuestas de intenciones de pago salarial sugieren que estos seguirán creciendo.

Gráfica 2
EUA: Nómina No Agrícola



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

En la zona del euro, la actividad económica registró una fuerte desaceleración durante el tercer trimestre del año, como resultado, principalmente, de la debilidad de la demanda externa, la creciente incertidumbre política, las mayores tensiones financieras en Italia y factores transitorios en Alemania, tales como la afectación al sector automotriz provocada por los significativos retrasos registrados en los procesos de certificación de las nuevas regulaciones sobre emisiones contaminantes. Así, en el tercer trimestre el PIB creció 0.7% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, ritmo inferior a lo anticipado por el consenso de analistas, después de haberse expandido 1.8% en el segundo trimestre. Si bien los datos disponibles sobre consumo privado e inversión sugieren que estos continuaron avanzando, las exportaciones netas restaron dinamismo a la actividad económica, derivado de una menor demanda externa y las afectaciones al sector automotriz ya mencionadas. En este entorno, la tasa

de desempleo se mantuvo en 8.1% en septiembre, por debajo del nivel que se considera de largo plazo, al tiempo que el ritmo de crecimiento de los salarios siguió mostrando una gradual aceleración.

En Japón, en el tercer trimestre de 2018 la economía se contrajo 1.2% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, luego de que en el segundo esa economía se expandiera 3%. Ello reflejó el hecho de que las exportaciones netas se debilitaron ante la menor demanda externa y de que la demanda interna fue fuertemente afectada por diversos fenómenos naturales. No obstante, la tasa de desempleo se ubicó en 2.3% en septiembre, cerca de su nivel mínimo en las últimas dos décadas. En este entorno, los salarios mostraron un repunte, reflejando el apretamiento del mercado laboral.

En la mayoría de las economías emergentes, la actividad económica se debilitó como resultado de las mayores tensiones comerciales, el apretamiento de las condiciones financieras y diversos factores idiosincrásicos. En particular, la economía china continuó desacelerándose, al pasar de un crecimiento anual de 6.7% durante el segundo trimestre a uno de 6.5% en el tercero. Lo anterior estuvo asociado con las políticas del gobierno de ese país para reducir el crecimiento del crédito y propiciar un crecimiento sostenido. No obstante, para disminuir el riesgo de una desaceleración mayor a la anticipada y contrarrestar los posibles efectos de las medidas proteccionistas implementadas por Estados Unidos, recientemente el gobierno chino anunció estímulos fiscales y monetarios, si bien existe incertidumbre sobre la efectividad de dichas medidas y sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera de ese país.

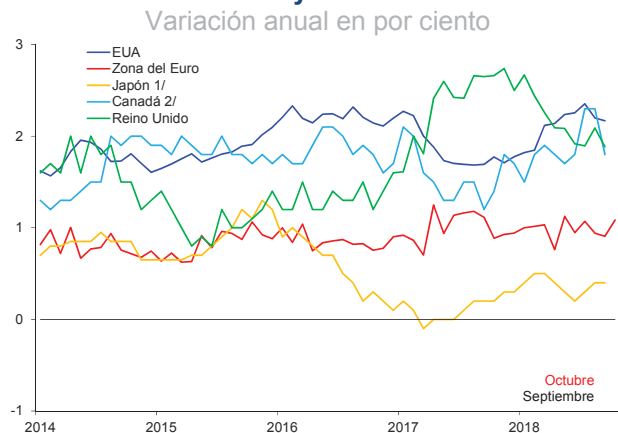
Los precios internacionales de las materias primas en general disminuyeron durante las últimas semanas. En particular, luego del incremento observado desde mediados de agosto, los precios del petróleo comenzaron a caer a inicios de octubre como resultado del aumento en la producción de Arabia Saudita, el anuncio de una exención temporal para ocho países de las sanciones por parte de Estados Unidos a los compradores de crudo iraní, y la reducción en los pronósticos de demanda mundial por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para el próximo año. Adicionalmente, las crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, sumadas a las perspectivas de una menor expansión manufacturera global, continuaron presionando los precios de los metales industriales a la baja. Por último, los precios de los granos mostraron episodios

de alta volatilidad, debido principalmente a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, a la incertidumbre en torno al estado de las cosechas de invierno en Estados Unidos, y al recorte en el pronóstico de exportación de granos de Rusia.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En un contexto de mercados laborales apretados, los salarios y la inflación de las principales economías avanzadas mantuvieron una tendencia al alza. Sin embargo, aún se observan divergencias entre países y, en algunos de ellos, la inflación se moderó en el margen (Gráfica 3). En particular, en Estados Unidos la inflación ha fluctuado alrededor de su meta, aunque mostrando cierta desaceleración recientemente como reflejo de la apreciación del dólar y los menores incrementos en los precios de los autos. A su vez, en la zona del euro y Japón la inflación subyacente y sus expectativas se mantuvieron bajas, a pesar de la menor holgura en sus mercados laborales. Por su parte, si bien en la mayoría de las economías emergentes la inflación general continuó ubicándose por debajo de la meta de los respectivos bancos centrales, esta siguió aumentando ante factores idiosincrásicos, la depreciación de sus monedas y la menor holgura en sus economías.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

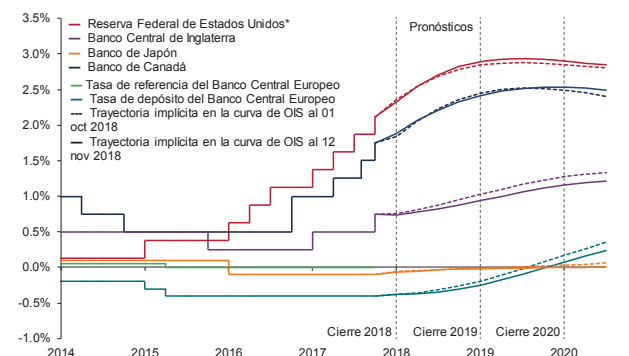
2/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).

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

En este contexto, se prevé que los bancos centrales de las economías avanzadas continúen con un proceso gradual hacia una postura monetaria más neutral, si bien se anticipa divergencia en la

velocidad en la que podrían ajustar sus políticas. En efecto, se espera que la Reserva Federal siga elevando su tasa de referencia antes de finalizar 2018; que el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco Central Europeo hagan lo propio el próximo año; y que el Banco de Japón sea más cauteloso en el proceso de alza de tasas (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 (2.00% - 2.25%).

Fuente: Bloomberg.

En su reunión de noviembre, conforme a lo esperado, la Reserva Federal mantuvo su objetivo para la tasa de fondos federales en un rango de 2 a 2.25% y reiteró su previsión de que esta continúe aumentando gradualmente. En la minuta de la reunión de septiembre, varios de los participantes señalaron que anticipan que la política monetaria se torne modestamente restrictiva y que se mantenga así por un tiempo, con el objeto de evitar que la inflación se sitúe sostenidamente por arriba de la meta o de que se generen desequilibrios financieros significativos. Así, tanto los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal sobre la tasa de fondos federales, como las expectativas de analistas y las probabilidades implícitas en las variables de mercados financieros, sugieren un alza adicional de 25 puntos base en diciembre de este año y de entre 50 y 75 puntos base adicionales en 2019.

El Banco de Canadá incrementó su tasa de referencia 25 puntos base en su reunión de octubre, ubicándola en 1.75%. Dicho banco central señaló que la economía se encuentra operando cerca de su potencial; que la perspectiva de las exportaciones e inversión de los negocios mejoró tras la renegociación del acuerdo comercial con Estados Unidos y México; y que se anticipa que la inflación

se mantenga cerca del objetivo de 2% hasta finales de 2020. Además, ese instituto central mencionó que para lograr su objetivo de inflación, la tasa de referencia tendría que alcanzar el nivel neutral, razón por la cual los analistas estiman al menos tres incrementos adicionales de 25 puntos base antes de que finalice 2019.

En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) se abstuvo de modificar su tasa de referencia y su guía futura, al reiterar que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales cuando menos hasta el verano de 2019, o hasta que sea necesario para asegurar que la inflación converja de manera sostenida hacia su meta. El Presidente del BCE externó su confianza de que continúe la expansión económica generalizada de la región, si bien reconoció que el crecimiento está siendo más débil de lo que se esperaba previamente. Adicionalmente, de acuerdo a lo programado, el BCE redujo su compra de activos en octubre de 30 mil millones de euros a 15 mil millones mensuales y recalcó que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa finalizar dicho programa en diciembre. El BCE revisó moderadamente a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019 ante la expectativa de una menor contribución del comercio exterior, al tiempo que mantuvo sin cambio sus proyecciones de inflación para los próximos dos años en 1.7%.

El Banco de Inglaterra mantuvo en su reunión de noviembre su tasa de interés de referencia en 0.75%. El Comité de Política Monetaria indicó que es posible que las presiones sobre los precios se intensifiquen antes de lo anticipado, por lo que la inflación podría mantenerse por encima de su objetivo de 2% durante los próximos años y alcanzar su meta hasta finales de 2021 (un año después de lo pronosticado en su reporte de inflación de agosto). Así, si bien esa Institución recalcó que el proceso de alza de tasas de interés será gradual y limitado, proyectó una trayectoria de incrementos más rápida de la que presentó en su reporte previo. Adicionalmente, ese banco central reiteró que ajustaría su postura de política monetaria en la dirección que se requiera si, como resultado de las negociaciones de salida de la Unión Europea, se llegaran a observar cambios sustanciales en la perspectiva de crecimiento e inflación.

Finalmente, en su reunión de octubre el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%, al tiempo que reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia por

el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. En relación con su guía futura, esa institución señaló que pretende mantener las tasas de interés de corto y mediano plazo en niveles extremadamente bajos por un periodo prolongado, considerando la incertidumbre sobre el rumbo de la actividad económica y la inflación, incluidos los efectos del alza en los impuestos al consumo. No obstante, aunque en su reunión de octubre reiteró que se han acentuado los riesgos a la baja para la inflación y para el crecimiento, enfatizando que las mayores tensiones comerciales entre Estados Unidos y China podrían afectar a la economía japonesa a través de su impacto en las cadenas globales de valor, prevé que la demanda interna continúe expandiéndose.

En las economías emergentes, aunque la inflación general se mantuvo por debajo del objetivo de la mayoría de los bancos centrales, esta siguió aumentando debido a la reciente depreciación de sus divisas, el incremento previo en los precios de la energía y, en algunos casos, la menor holgura en sus economías. Así, en un entorno de mayores riesgos para la inflación, se prevé que algunos de los principales bancos centrales de estas economías continúen o comiencen con un proceso de alza de tasas de interés.

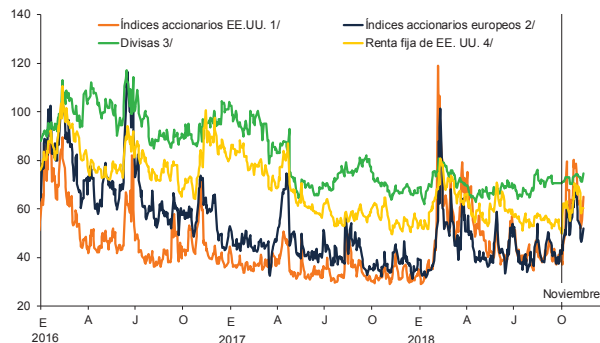
La evolución de los mercados financieros internacionales mostró una mayor volatilidad, al tiempo que se observó un importante ajuste en las carteras de inversión hacia activos de menor riesgo de mercado (Gráfica 5 y Gráfica 6). Lo anterior derivó de la persistencia de varios factores de riesgo, entre los que destacan la posibilidad de que las tensiones comerciales impacten negativamente el dinamismo de la actividad económica; un repunte no anticipado en la inflación que pudiera conllevar a una normalización más acelerada de la política monetaria, particularmente en Estados Unidos; la incertidumbre alrededor de la negociación del presupuesto en Italia y de la salida de Reino Unido de la Unión Europea; eventos de carácter geopolítico; y la inestabilidad en algunos países emergentes.

De este modo, algunos índices accionarios mostraron retrocesos superiores a 10% desde su nivel más alto observado a finales de septiembre. En Estados Unidos, parecería que el impacto positivo de la reforma fiscal sobre las utilidades de las empresas se ha ido desvaneciendo, al tiempo que los reportes corporativos del tercer trimestre del año reflejaron una perspectiva menos favorable para los siguientes trimestres. Así, las principales bolsas de ese país

cayeron entre 5 y 10% desde la última reunión de política monetaria en México. De manera similar, los precios de los bonos corporativos de alto riesgo presentaron caídas importantes. Por el contrario, se observó una mayor demanda por activos de refugio. En particular, el dólar y el yen se apreciaron frente al resto de las divisas, el precio del oro aumentó moderadamente, y las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas mostraron ligeras disminuciones, con excepción de las de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, las cuales presentaron aumentos de alrededor de 10 puntos base. En suma, las condiciones financieras de las principales economías avanzadas se apretaron moderadamente desde la última reunión de política monetaria. Por su parte, en las economías emergentes, los precios de los activos financieros continuaron presentando un comportamiento negativo. En efecto, la mayoría de sus divisas registraron una depreciación frente al dólar, sus mercados accionarios mostraron en su mayoría caídas, mientras que las tasas de interés registraron incrementos generalizados (Gráfica 7). No obstante, en aquellas economías emergentes que previamente habían registrado un fuerte deterioro en sus condiciones financieras, como Argentina, Brasil y Turquía, se observó cierta recuperación en los precios de sus activos y una apreciación de sus monedas frente al dólar.

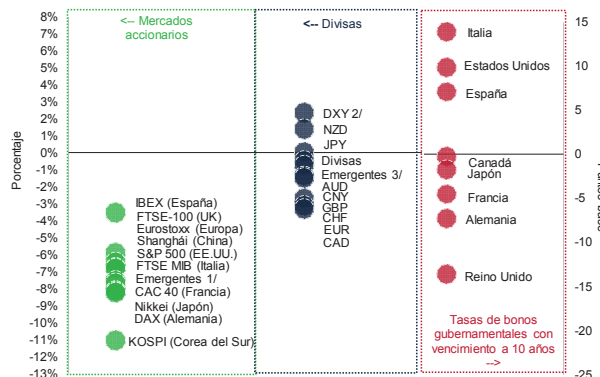
Hacia delante no se descartan periodos de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, toda vez que son altamente susceptibles a la evolución de la serie de factores de riesgo ya mencionados que persisten a nivel global.

Gráfica 5
Índices Seleccionados de Volatilidad Implícita
31-dic-2015=100



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

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 1 de octubre al 12 de noviembre de 2018
Porcentaje, puntos base



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.

Gráfica 7 Desempeño de Activos de Países Emergentes a partir del 1ero de octubre de 2018

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-8.51%	-13.17%	80	84	28
	Brasil	6.51%	9.05%	-96	-144	-65
	Chile	-4.67%	-2.81%	5	5	6
	Colombia	-6.04%	-1.61%	14	15	9
	Argentina	9.96%	-9.82%	-177	-12	-18
Europa emergente	Rusia	-4.33%	-3.17%	7	-4	17
	Polonia	-3.38%	-3.45%	5	0	-1
	Turquía	8.03%	-7.20%	-430	-72	-13
	Rep. Checa	-3.64%	-1.50%	22	12	0
	Hungría	-2.67%	3.32%	14	17	0
Asia	Corea del Sur	-2.00%	-11.05%	-14	-13	2
	Malasia	-1.21%	-5.37%	0	4	14
	India	0.03%	-4.69%	-6	0	4
	Filipinas	1.51%	-4.10%	19	20	14
	Tailandia	-2.70%	-6.00%	-1	2	1
	Indonesia	0.60%	-2.82%	-23	22	16
	Sudafrica	-1.64%	-6.33%	3	6	21

Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años, respectivamente. Para Argentina se utilizan las tasas en dólares estadounidenses al ser las más líquidas y las que mejor reflejan el desempeño del mercado de renta fija de éste país.

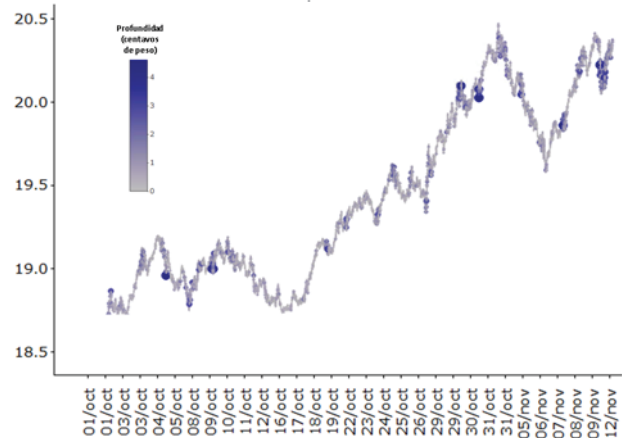
Fuente: Bloomberg.

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, los activos financieros denominados en pesos mostraron un desempeño negativo. En particular, el peso mexicano registró una depreciación de 8.5% (Gráfica 8), en un entorno de elevada volatilidad, de depreciaciones generalizadas de divisas emergentes frente al dólar y en el cual se suscitaron diversos eventos idiosincrásicos. Al respecto, destacó la incertidumbre que se originó en México tras el anuncio de la cancelación del proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAICM), ciertas iniciativas legislativas, así como la revisión de la perspectiva de las calificaciones de deuda soberana de México y Pemex de estable a negativa por parte de algunas agencias calificadoras.

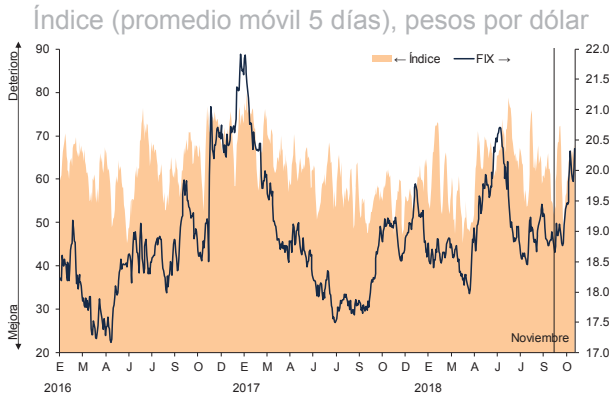
Gráfica 8 Peso Mexicano y Profundidad de los Hechos Intradía Pesos por dólar



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos "operación por operación" de la plataforma Reuters Matching.

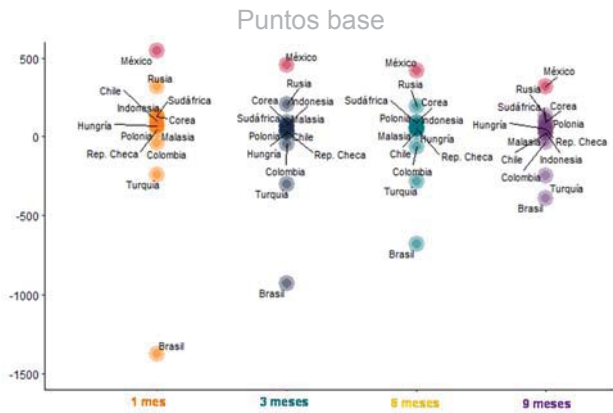
Por su parte, las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron un ligero deterioro (Gráfica 9), al tiempo que las condiciones implícitas en las opciones de tipo de cambio, como son la volatilidad y el sesgo a la depreciación, se incrementaron, derivado de la búsqueda por cobertura de diversos participantes del mercado (Gráfica 10 y Gráfica 11). En este contexto, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras se incrementaron para los cierres de año de 2018 y 2019.

Gráfica 9
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario y Tipo de Cambio Peso-Dólar



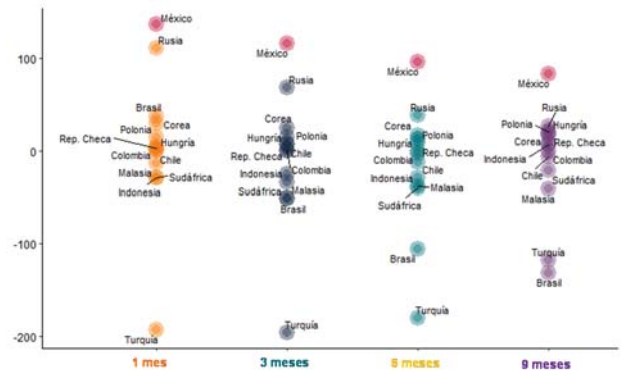
Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias simples entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2011 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: Reuters con cálculos por parte de Banco de México.

Gráfica 10
Cambios Durante el Periodo en la Volatilidad Implícita en Opciones frente al Dólar a Diferentes Plazos



Fuente: Bloomberg.

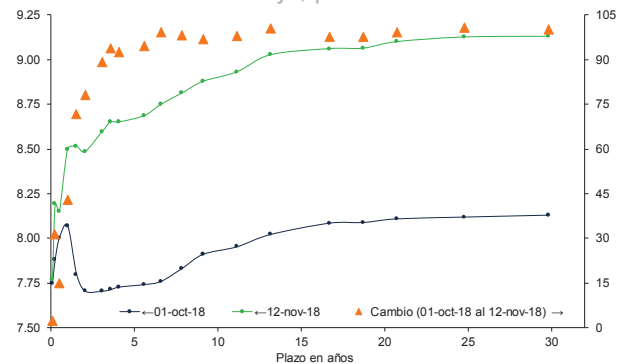
Gráfica 11
Cambios Durante el Periodo en el Sesgo Implícito en Opciones frente al Dólar a Diferentes Plazos



Fuente: Bloomberg.

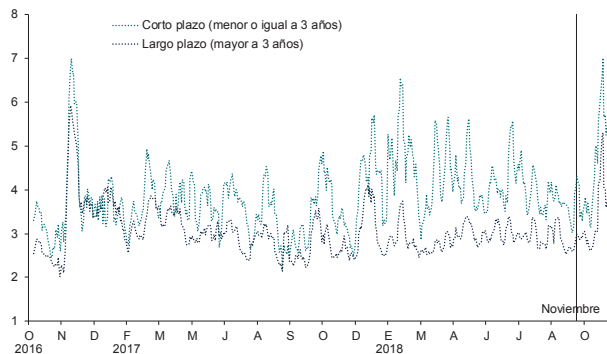
Desde el último anuncio de política monetaria a la fecha, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó incrementos importantes que fluctuaron entre 72 y 101 puntos base (p.b.). Dichos incrementos obedecieron primordialmente a la alza en las primas por riesgo que ocasionó la cancelación de la obra del NAICM y la mencionada revisión a la baja de la perspectiva de la calificación crediticia soberana y de Pemex. Así, las tasas de rendimiento alcanzaron sus niveles más elevados de los últimos diez años (Gráfica 12). Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación de este mercado se deterioraron, principalmente en lo relacionado con la volatilidad y la liquidez (Gráfica 13).

Gráfica 12
Curva de Rendimientos de Valores Gubernamentales



Fuente: PIP.

Gráfica 13
Diferencial compra-venta de la curva de rendimientos de bonos M por plazo
 Puntos base



Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México con datos de PIP.

Durante las últimas semanas se presentaron algunos flujos de salida del mercado de renta fija por parte de inversionistas extranjeros, los cuales redujeron su exposición principalmente en instrumentos de largo plazo denominados en pesos (Gráfica 14).

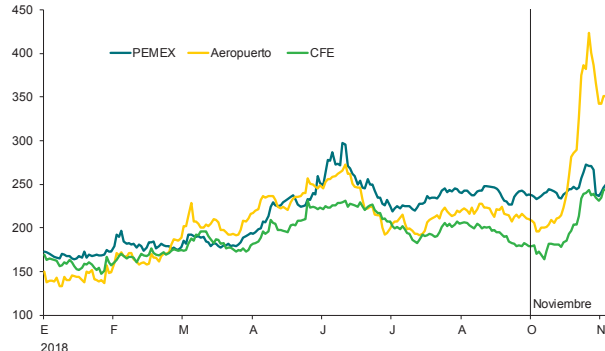
Gráfica 14
Posición en Riesgo de Bonos M de Inversionistas no Residentes
 Miles de millones de pesos a valor nominal



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

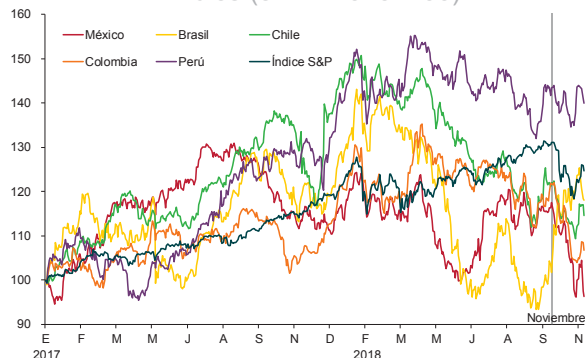
Cabe destacar que, en línea con los eventos anteriormente descritos, se observó un incremento en la prima de seguro ante incumplimiento (CDS) en sus diferentes plazos para México (Gráfica 15), una caída en los índices accionarios mexicanos (Gráfica 16) y un aumento en las tasas de los bonos de México denominados en dólares (UMS), así como de los instrumentos de deuda de Pemex y de los bonos del Nuevo Aeropuerto de México.

Gráfica 15
Prima de seguro ante incumplimiento de 5 años de Pemex (CDS) y diferenciales de tasas de rendimiento entre los bonos en dólares para empresas seleccionadas y los bonos del gobierno de Estados Unidos
 Puntos base



Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

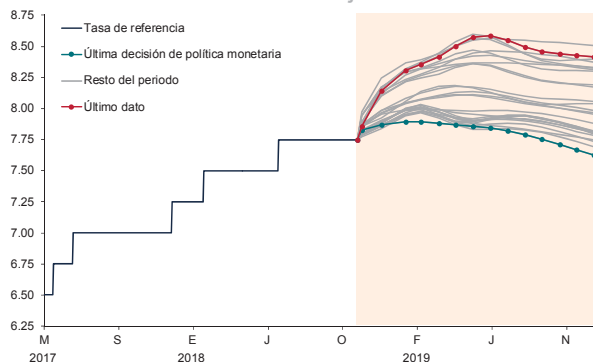
Gráfica 16
Desempeño de índices accionarios en dólares de países seleccionados
 Índice (31/12/2016=100)



Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

Finalmente, las expectativas sobre el nivel de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos mostraron incrementos respecto a los niveles del periodo anterior. En este sentido, con una probabilidad de 42% se incorpora un incremento en la tasa de referencia para la decisión de noviembre de 25 puntos base, en línea con la expectativa mediana de los principales analistas económicos. A su vez, el mercado anticipa que la tasa de referencia se ubique en niveles de 8.14 y 8.41% al cierre de 2018 y 2019, respectivamente (Gráfica 17), en tanto que el consenso de los analistas anticipa esta finalice en 8.00% en ambos años.

Gráfica 17
Tasa de Fondo Implícita en los Swaps de TIEE a 28 días
 Porcentaje



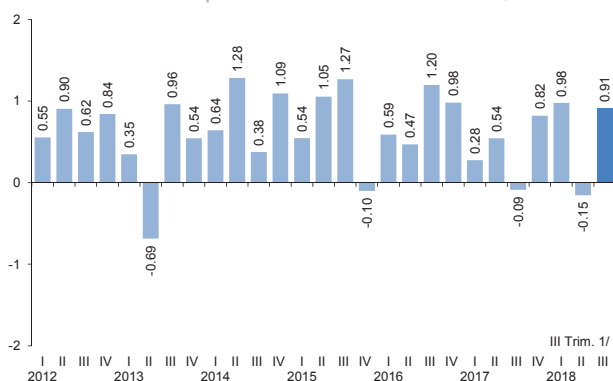
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el tercer trimestre de 2018 la actividad económica presentó un repunte, luego de la contracción registrada el trimestre previo (Gráfica 18), si bien persiste cierta debilidad en algunos componentes de la demanda agregada. En particular, las exportaciones manufactureras mostraron un mayor ritmo de crecimiento respecto de la debilidad observada en el segundo trimestre, al tiempo que el consumo privado continuó registrando una trayectoria positiva, mientras que la inversión exhibió una tendencia negativa.

Gráfica 18
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

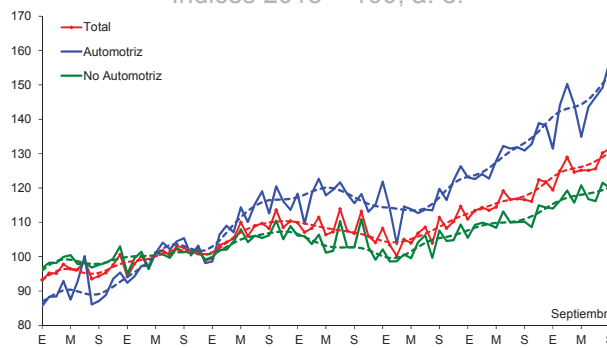
1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2018 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Profundizando en el comportamiento de la demanda externa, el desempeño de las exportaciones

manufactureras en el tercer trimestre de 2018 estuvo asociado, en buena medida, con una reactivación de las exportaciones automotrices, al tiempo que las no automotrices continuaron registrando una tendencia positiva (Gráfica 19). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos siguieron avanzando, mientras que las canalizadas al resto del mundo presentaron un retroceso en el trimestre en su conjunto, si bien mostraron una recuperación en septiembre. En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo a su indicador mensual, el consumo privado siguió presentando una tendencia positiva. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, mantuvieron una trayectoria al alza, mientras que las ventas de vehículos ligeros se ubicaron en niveles similares a los de la primera mitad del año, lo que contrasta con la trayectoria negativa que exhibieron durante todo 2017. En contraste, en el bimestre julio — agosto de 2018, tanto el gasto en maquinaria y equipo como la inversión en construcción presentaron un débil desempeño respecto del trimestre previo, lo que condujo a un deterioro de la tendencia negativa que la inversión ha venido mostrando desde inicios del segundo trimestre del año en curso.

Gráfica 19
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índices 2013 = 100, a. e.



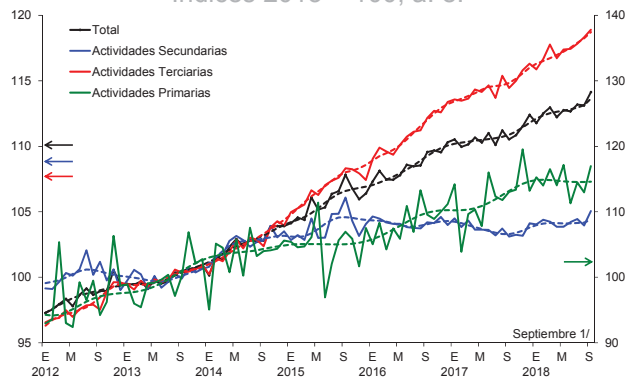
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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, de acuerdo con la información oportuna publicada por INEGI, en el tercer trimestre de 2018 las actividades terciarias mantuvieron una trayectoria positiva, al tiempo que las actividades secundarias exhibieron una recuperación respecto de la debilidad que habían presentado en el trimestre previo. Por su parte, las actividades primarias se expandieron, después de haber exhibido una importante caída durante el

segundo trimestre de 2018 (Gráfica 20). Al interior de la actividad industrial, destaca el mayor dinamismo que las manufacturas han venido presentando, lo que contrasta con el débil desempeño que exhibieron durante la mayor parte de 2017. A su vez, persistió la tendencia negativa que la construcción ha venido mostrando desde finales del primer trimestre de 2018, mientras que la minería continuó registrando una trayectoria decreciente (Gráfica 21). En cuanto al comportamiento de los servicios, su dinamismo en el periodo julio — agosto de 2018 reflejó, principalmente, de la contribución de los rubros de comercio; servicios financieros e inmobiliarios; servicios de transporte e información en medios masivos; servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; y servicios educativos y de salud.

Gráfica 20
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.

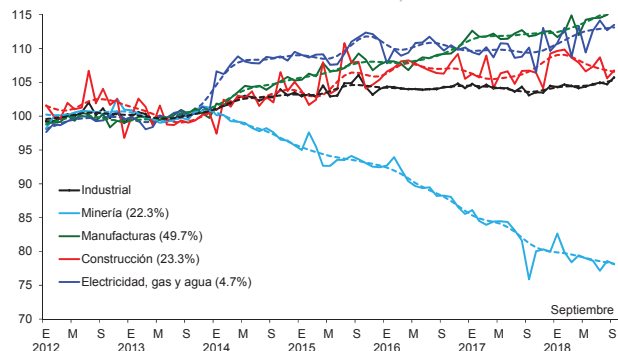


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Las cifras a septiembre de 2018 del IGAE corresponden a la estimación implícita congruente con el PIB oportuno al tercer trimestre publicado por INEGI.

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

Gráfica 21
Actividad Industrial
Índices 2013 = 100, a. e.

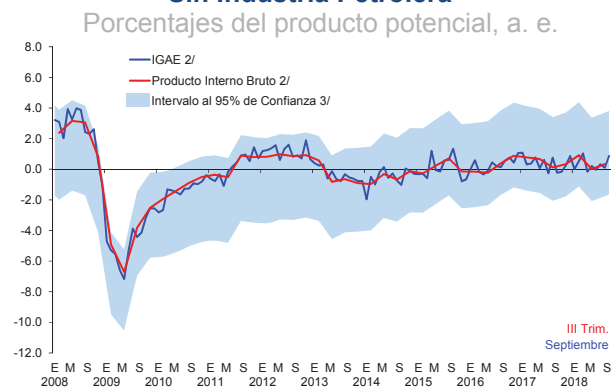


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura en el tercer trimestre de 2018 medidas mediante las estimaciones de la brecha del producto total y de la que excluye al sector petrolero se apretaron con respecto a los del trimestre anterior, si bien permanecen en niveles menos estrechos que los observados a principios del año (Gráfica 22). Con relación a la evolución del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación urbana, como la nacional, siguieron ubicándose en niveles bajos (Gráfica 23), en tanto que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia positiva, si bien con cierta desaceleración. Por su parte, como consecuencia de la contracción que las remuneraciones medias reales mostraron en el tercer trimestre, aunado al comportamiento de la productividad, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto en términos reales exhibió un retroceso, luego del repunte que había mostrado el trimestre anterior (Gráfica 24).

Gráfica 22
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Sin Industria Petrolera^{4/}



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.

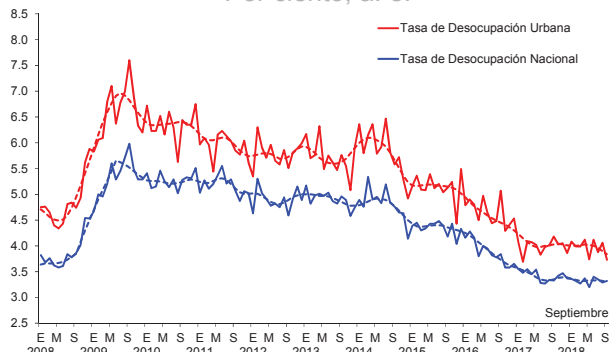
2/ Cifras del PIB oportuno al tercer trimestre de 2018; cifras del IGAE implícito a septiembre de 2018 congruente con dicha cifra oportuna.

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.

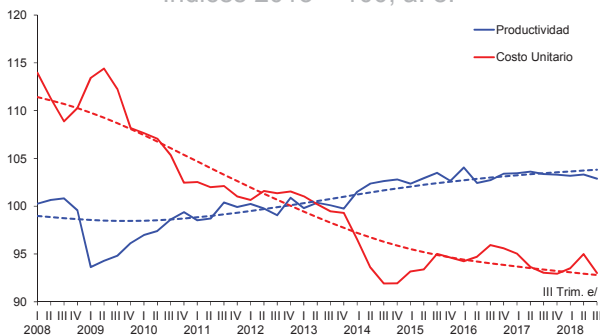
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 23
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, a. e.



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

Gráfica 24
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
 Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

e/ El dato del tercer trimestre de 2018 es una estimación de Banco de México a partir del PIB oportuno del SCNM del INEGI.

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

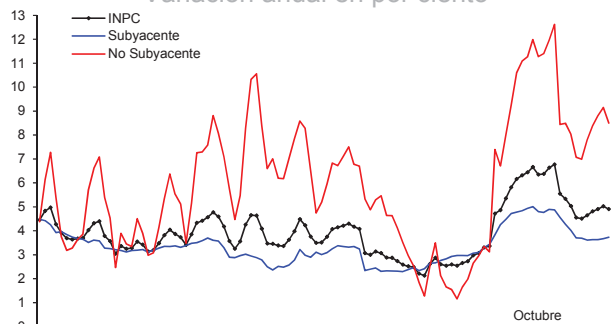
En el tercer trimestre de 2018, el financiamiento total al sector privado no financiero registró una moderación en su ritmo de crecimiento con respecto al primer semestre del año. Por un lado, ello fue reflejo de un menor ritmo de expansión del financiamiento total a las empresas privadas no financieras, a su vez, producto de una contracción en el financiamiento externo y de una desaceleración del financiamiento interno a este sector. Por el otro, también se registró un menor ritmo de crecimiento del crédito a los hogares derivado de la desaceleración en el segmento de crédito destinado al consumo, toda vez que el crédito para la adquisición de vivienda presentó una expansión similar a la observada al cierre del primer semestre.

Lo anterior se dio en un entorno en el que los costos del financiamiento se situaron en niveles superiores a los registrados en promedio en 2017 y, en general, presentaron incrementos con respecto al primer semestre de 2018. En tanto, los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se mantuvieron en niveles bajos y estables, mientras que los correspondientes al consumo continuaron presentando una mejoría en el margen, si bien aún permanecen en niveles relativamente elevados. En este contexto, no se perciben presiones por el lado de la demanda en los mercados de fondos prestables.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual disminuyó de 5.02% en septiembre de 2018 a 4.90% en octubre. Este resultado se explica por la disminución que ha comenzado a exhibir la inflación no subyacente, si bien aún se ubica en niveles elevados. En contraste, la inflación subyacente presentó un aumento en el ese mismo periodo (Gráfica 25 y Cuadro 1).

Gráfica 25
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

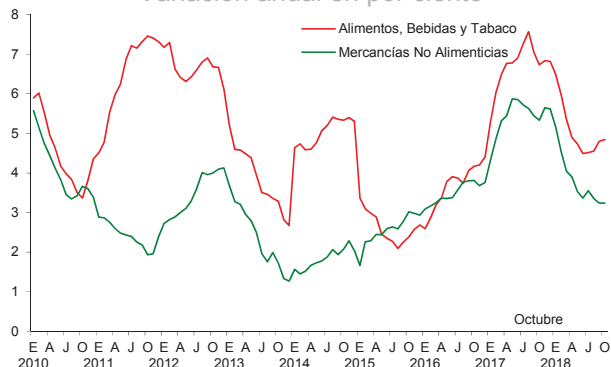


Fuente: Banco de México e INEGI.

En efecto, entre septiembre y octubre la inflación subyacente anual se incrementó de 3.67 a 3.73%. Ello fue resultado, en parte, de los efectos indirectos que los aumentos en los precios de los energéticos han tenido sobre los costos de producción de algunos de sus componentes. Asimismo, algunos rubros del índice subyacente, como el de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, presentaron una trayectoria creciente en las variaciones anuales de sus precios. De esta forma, además de los efectos indirectos señalados, diversos factores también han contribuido a la persistencia que ha exhibido la inflación subyacente. En lo que se refiere al subíndice de precios de las mercancías, su tasa de variación anual se ha

mantenido relativamente estable en los últimos meses (Gráfica 27), aunque sus distintos rubros han presentado un comportamiento diferenciado. Al respecto, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias ha crecido de manera moderada en los meses recientes, mientras que la de las no alimenticias ha venido disminuyendo (Gráfica 26). En contraste, la tasa de variación anual del subíndice de precios de los servicios creció entre septiembre y octubre (Gráfica 27). En particular, la tasa de variación anual de los precios del rubro de los servicios distintos a la educación y la vivienda se ha ubicado en niveles superiores a 3% y ha presentado una tendencia al alza.

Gráfica 26
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 27
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento

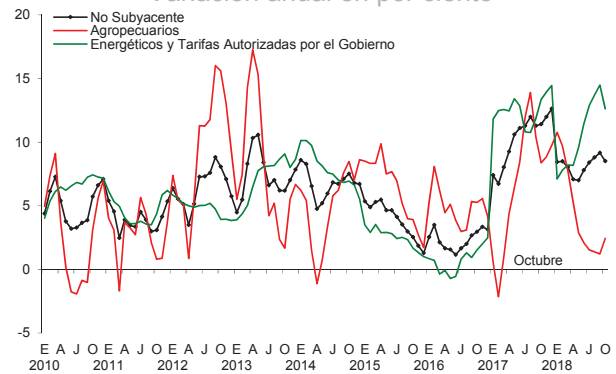


Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación no subyacente anual disminuyó de 9.15 a 8.50% entre septiembre y octubre, al presentarse menores incrementos en los precios de los energéticos, así como un efecto de alta base de comparación en los precios de estos bienes. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado

por mayores alzas en los precios de los productos agropecuarios (Gráfica 28 y Cuadro 1).

Gráfica 28
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 encuestas registraron incrementos generalizados recientemente. En particular, con respecto a las provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la previsión correspondiente a la inflación general para el cierre de 2018 se ajustó de 4.50 a 4.61% entre septiembre y octubre, en tanto que aquella para el componente subyacente y la expectativa implícita para el componente no subyacente pasaron de 3.53 a 3.59% y de 7.50 a 7.76%, respectivamente. De igual manera, las medianas de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses (con referencia tanto al mes como al mes siguiente del levantamiento de la encuesta) se ajustaron al alza de 3.76 a 3.83% y de 3.70 a 3.80%, respectivamente, entre las encuestas de los meses referidos. Por su parte, aquella correspondiente a las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 se mantuvo en 3.70%, sin que se presentaran cambios importantes en sus componentes. No obstante, cabe destacar que la mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2019 de acuerdo con información oportuna de la Encuesta Citibanamex se incrementó de 3.70 a 3.80% entre la segunda quincena de octubre y la primera de noviembre. Lo anterior fue reflejo de un aumento de 4.32 a 4.73% en la expectativa implícita para el componente no subyacente, toda vez que la mediana de la expectativa para el componente subyacente permaneció sin cambio en 3.50%. Finalmente, las medianas de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en alrededor de 3.50%, si bien por encima del objetivo de inflación de 3%. Asimismo, en el lapso reportado,

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) continuaron ubicándose en niveles cercanos a 3.50%, mientras que la prima por riesgo inflacionario registró un incremento.

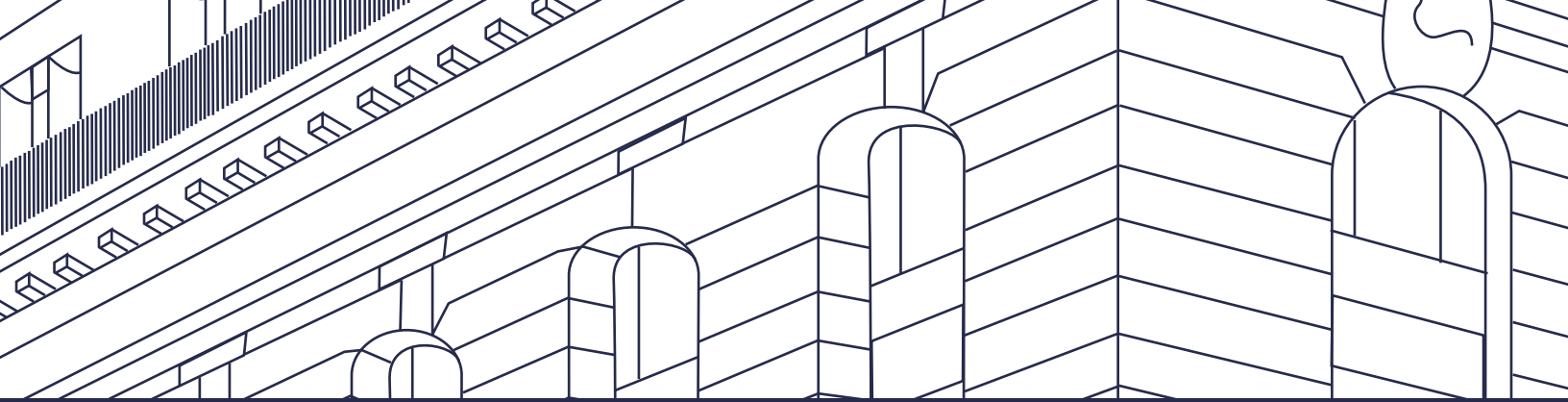
Considerando que se han observado incrementos mayores a los previstos en los precios de los energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., así como los efectos indirectos que estos han tenido sobre la inflación subyacente, aunado a alzas mayores a las anticipadas en la tasa de variación de los precios de los servicios, se espera que la trayectoria prevista para la inflación general y para la subyacente se vean afectadas en los siguientes meses. No obstante, se prevé que estos efectos sean transitorios y que ambos indicadores retomen una trayectoria descendente hacia la meta de inflación. Sin embargo, la inflación enfrenta riesgos importantes asociados con la posible adopción de políticas que pudieran afectar estructuralmente el

proceso de formación de precios en la economía. Destaca que la cotización de la moneda nacional continúe viéndose presionada tanto por mayores tasas de interés externas, como por otros factores externos e internos. La inflación también se podría ver afectada en caso de que persistan presiones en los precios de los energéticos o incrementos en los de los productos agropecuarios; que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; y un deterioro de las finanzas públicas. Además, por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios. También se podrían generar presiones en la economía en la medida en que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad. Tomando en cuenta todo lo anterior, se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.

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

Concepto	Diciembre 2017	Septiembre 2018	Octubre 2018
INPC	6.77	5.02	4.90
Subyacente	4.87	3.67	3.73
Mercancías	6.17	3.95	3.98
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	4.80	4.84
Mercancías No Alimenticias	5.62	3.24	3.24
Servicios	3.76	3.38	3.48
Vivienda	2.65	2.62	2.59
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.69	4.69
Otros Servicios	4.63	4.09	4.30
No Subyacente	12.62	9.15	8.50
Agropecuarios	9.75	1.22	2.43
Frutas y Verduras	18.60	-0.87	2.06
Pecuarios	4.50	2.35	2.52
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	14.44	14.47	12.62
Energéticos	17.69	19.20	17.10
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	5.42	3.45

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 29 de noviembre de 2018

