



BANCO DE MÉXICO

Minuta número 60

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 21 de junio 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: 20 de junio de 2018.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

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

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

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

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

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

Todos los miembros destacaron que, de acuerdo a los indicadores disponibles, la economía mundial aumentó su ritmo de expansión durante el segundo trimestre de 2018. Algunos apuntaron que lo anterior fue resultado del repunte que han mostrado las economías avanzadas, y uno de ellos puntualizó que ello se debe a que en algunos de estos países se disiparon los factores temporales que afectaron su dinamismo al inicio del año. A pesar de ello, la mayoría resaltó que el ritmo de crecimiento de la actividad económica entre las economías avanzadas ha comenzado a mostrar indicios de divergencia. En particular, enfatizó que en contraste con Estados Unidos, donde se espera un repunte más fuerte de la actividad económica, el resto de las economías avanzadas ha mostrado señales de menor dinamismo en torno a su crecimiento.

La mayoría indicó que los pronósticos de crecimiento para la economía mundial para 2018 y

2019 se han mantenido prácticamente sin cambio. Uno de ellos precisó que se esperan tasas de crecimiento superiores a las de 2017 y por encima del potencial de la economía global. A pesar de lo anterior, la mayoría mencionó que ha aumentado la incertidumbre en el corto plazo y que se han acentuado los riesgos a la baja para el crecimiento económico global en el mediano plazo. Señaló que entre los riesgos para la economía global destacan: i) un aumento en las medidas proteccionistas; ii) un posible apretamiento en las condiciones financieras derivado de un ritmo más acelerado de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal ante sorpresas inflacionarias en Estados Unidos; y, iii) el escalamiento de riesgos geopolíticos. Algunos miembros añadieron que las diversas acciones proteccionistas adoptadas por Estados Unidos han propiciado represalias comerciales y su posible escalamiento podría tener efectos considerables sobre el comercio mundial y la inversión. Uno de ellos apuntó que estos eventos disminuirían de manera significativa los flujos de comercio a nivel global, más allá de los países directamente involucrados. Al respecto, resaltó que, según estimaciones recientes, incrementos en las barreras arancelarias a niveles aún permitidos por la OMC podrían derivar en reducciones del comercio global similares a las observadas en 2008-2009, afectando en mayor medida a las regiones emergentes y en desarrollo. Expuso que lo anterior es particularmente relevante, en virtud de la importancia que los flujos internacionales de mercancías y servicios tienen para el crecimiento global. En este sentido, otro miembro alertó que las cifras sobre el crecimiento del volumen de comercio a nivel global muestran ya claramente una reversión. Respecto a los riesgos geopolíticos, uno argumentó que un episodio de este tipo podría incidir negativamente en la actividad económica de las regiones involucradas, e inclusive a nivel global, principalmente a través de su efecto sobre la inversión. Por otro lado, añadió que aunque la situación geopolítica internacional parece haber mejorado tras la reciente reunión entre los presidentes de Estados Unidos y Corea del Norte, las tensiones en otros frentes continúan presentes y en riesgo de agudizarse. Además, advirtió que a estos desafíos se suman aquellos asociados a procesos electorales y acontecimientos de orden político en diversos países, tanto avanzados como emergentes. Otro miembro agregó que es previsible que el crecimiento mundial comience a disminuir en el mediano plazo, ello en la medida en que a nivel global se reduzca la holgura de la economía, se modere la inversión y el comercio, se desvanezcan los efectos de la reforma tributaria de Estados Unidos, se disipe el estímulo económico generado por China y se vuelvan más astringentes las condiciones de financiamiento.

Respecto a la inflación global, la mayoría de los miembros destacó que, entre las economías avanzadas, también se observa cierta divergencia en la evolución de la inflación y sus expectativas. Enfatizó que, en el caso de Estados Unidos, la inflación ha aumentado, mientras que algunos agregaron que en otras economías avanzadas continúa en niveles bajos. En cuanto al balance de riesgos para la inflación mundial, uno señaló que en el corto plazo se mantiene relativamente estable, pero con señales mixtas. Algunos mencionaron que uno de los principales riesgos para la inflación global es que se agudicen las tensiones comerciales entre algunas de las principales economías del mundo. Uno de ellos añadió que también persisten otros factores de riesgo para la inflación, entre los que mencionó: i) un alza más acelerada de la inflación en los Estados Unidos; ii) que continúe la tendencia alcista en los precios de las materias primas; y, iii) problemas en algunas economías emergentes que tienen desbalances externos o fiscales.

Respecto a la actividad económica, la mayoría de los miembros apuntó que en el caso de Estados Unidos se han fortalecido sus perspectivas. Algunos resaltaron el repunte del crecimiento en ese país durante el segundo trimestre del año, impulsado por la recuperación del consumo privado. Señalaron que esto es congruente con los elevados niveles de confianza de los consumidores y con el aumento en el ingreso disponible. Uno de ellos añadió que también se ha observado una sólida expansión de la inversión fija. Otro explicó que la economía estadounidense ha transitado por un ciclo atípico, en el que se ha registrado una recuperación gradual y extendida, la cual ha conducido a que la brecha del producto se haya cerrado y que la tasa de desempleo haya alcanzado niveles históricamente bajos. En este contexto, la mayoría subrayó que el mercado laboral ha continuado fortaleciéndose y que el nivel de holgura continúa reduciéndose. Así, la mayoría comentó que en este y el próximo año se espera un fuerte crecimiento en la actividad económica de ese país y un miembro destacó que el entorno es más incierto para horizontes de mediano y largo plazos.

Respecto a otras economías avanzadas, la mayoría notó que en la zona del euro, en contraste con lo observado en Estados Unidos, se ha presentado un menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre del año y que además existen dudas sobre la solidez de la recuperación. Uno de ellos apuntó que esto ha sucedido en un entorno en que se recrudecieron las tensiones políticas en Italia y en España y aumentaron los temores en torno a la posibilidad de medidas proteccionistas adicionales. Por otra parte, en cuanto a la economía de Japón, otro comentó

que el crecimiento esperado para el presente año fue revisado ligeramente a la baja.

En cuanto a la inflación en las principales economías avanzadas, la mayoría apuntó que en el caso de Estados Unidos ya han comenzado a presentarse aumentos en la inflación y sus expectativas. Argumentó que el estímulo fiscal adoptado, en un contexto de baja holgura, particularmente en el mercado laboral, puede conducir a mayores presiones sobre los salarios y los precios. Un miembro agregó que el posible impacto de las medidas proteccionistas y la recuperación de las cotizaciones de los hidrocarburos y otras materias primas también podrían contribuir a un repunte de la inflación. En este sentido, otro indicó que los mercados financieros muestran un balance de riesgos para la inflación con cierto sesgo al alza. Al respecto, todos enfatizaron que existe el riesgo de que se presente una sorpresa inflacionaria en ese país. Por otra parte, uno de los miembros precisó que la inflación no sólo ha aumentado en Estados Unidos sino que también lo ha hecho en Canadá. En contraste, afirmó que en Japón y en la zona del euro la inflación se mantiene débil y por debajo de las metas de sus bancos centrales.

La mayoría mencionó que, ante la divergencia en la evolución de la actividad económica y de la inflación entre las principales economías avanzadas, también se ha registrado cierta divergencia en las trayectorias observadas y esperadas de política monetaria. Uno señaló que ante las expectativas de que la inflación aumente de forma generalizada, se espera que la política monetaria en algunas de las economías avanzadas se vuelva menos acomodaticia. No obstante, aclaró que este proceso será más rápido en Estados Unidos que en otros países. Profundizando en el caso de Estados Unidos, la mayoría destacó que en su decisión de junio, la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, para ubicarlo en un nivel de 1.75 a 2.00%, como era anticipado. Un miembro sostuvo que el nuevo lenguaje del comunicado apunta a un aceleramiento en el proceso de normalización de la política monetaria. La mayoría resaltó que aumentó la mediana de los pronósticos del Comité Federal de Mercado Abierto respecto de la trayectoria esperada de la tasa de fondos federales para el cierre de este año y el siguiente, por lo que ahora proyecta dos incrementos adicionales de 25 puntos base cada uno en lo que resta del año. Un miembro indicó que la previsión para la tasa de referencia para el cierre de 2019 ya se encuentra por arriba de la propia estimación de largo plazo de dicho Instituto. Subrayó que aumentaron las previsiones de crecimiento para 2018, disminuyeron las de desempleo para 2018, 2019 y 2020, y se incrementaron las de inflación

para 2018 y 2019. Algunos miembros destacaron que la Reserva Federal reiteró su previsión de que la inflación se ubicará alrededor de su objetivo simétrico de 2% en el mediano plazo. En este contexto, la mayoría concluyó que la trayectoria esperada es congruente con un escenario de ajustes graduales para la tasa de fondos federales. Un miembro señaló que el escenario de mayor inflación en Estados Unidos está siendo acomodado sin mayores sobresaltos por la Reserva Federal, y que el escenario base para la inflación en ese país no considera que se presenten choques inflacionarios adversos. Sin embargo, todos los integrantes alertaron que ante la posibilidad de sorpresas inflacionarias, el riesgo de que la Reserva Federal lleve a cabo un proceso de normalización monetaria más rápido de lo anticipado se mantiene latente. Un miembro mencionó que la probabilidad de este evento ha aumentado ante el incremento de las trayectorias de inflación y sus expectativas. Asimismo, apuntó que no se prevé que dicho proceso venga acompañado por volatilidad excesiva. En cuanto a la política monetaria de otras economías avanzadas, un miembro comentó que frente al aumento moderado de la inflación en la zona del euro, el Banco Central Europeo dejó sin cambio su tasa de referencia e indicó que espera mantenerla en su nivel actual por lo menos hasta el verano de 2019 o el tiempo que sea necesario. Otro miembro comentó que ante estos mensajes, los mercados incorporaron un retraso en los incrementos de tasas de interés en la zona del euro para el otoño de 2019. Asimismo, un miembro destacó que el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón también mantuvieron sus tasas sin cambio. No obstante, señaló que se espera que el primero endurezca su postura más tarde en este año y que el segundo mantenga la política monetaria altamente acomodaticia, posiblemente hasta 2020. En este contexto, un miembro estimó que, en general, es previsible que en los próximos trimestres el dólar de los Estados Unidos muestre una tendencia hacia la apreciación, y que los diferenciales de los niveles y de las trayectorias esperadas de las tasas de interés entre Estados Unidos y otras economías avanzadas sean mayores y posiblemente más volátiles.

Sobre las economías emergentes, un miembro afirmó que este grupo de países continúa creciendo a un ritmo elevado pero con riesgos a la baja. Resaltó que la economía china se está desacelerando gradualmente debido a su posición cíclica. Sin embargo, advirtió que la caída podría ser mayor por la eliminación de beneficios fiscales y el escalamiento de una posible guerra comercial. Además, sostuvo que el panorama inflacionario también es heterogéneo para las economías emergentes. Comentó que la reciente depreciación

de algunas monedas y el aumento de los precios de las materias primas han incrementado los riesgos de una mayor inflación en las economías emergentes. Así, señaló que si bien algunos países registraron un relajamiento en su postura monetaria, se han observado apretamientos en Argentina, Indonesia, Rumania y Turquía, dada su posición cíclica y presiones inflacionarias.

La mayoría destacó que el entorno global descrito ha propiciado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y aumentos en las tasas de interés. En particular, uno de ellos detalló que las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a dos años han alcanzado niveles superiores a 2.5% y registraron un aumento de más de 120 puntos base desde septiembre, mientras que las de 10 y 30 años se ubican alrededor de 2.9% y 3.0% y presentaron alzas de más de 80 y 35 puntos base, respectivamente, en el mismo periodo. En este contexto, la mayoría notó que se ha observado un fortalecimiento generalizado del dólar y una mayor aversión al riesgo a nivel global. Indicó que todo lo anterior ha conducido a una recomposición de carteras de inversión hacia activos más seguros. En este sentido, uno agregó que se han observado episodios en que se han fortalecido los activos de renta fija en Estados Unidos. Por su parte, otro miembro mencionó que continúan las preocupaciones sobre activos sobrevaluados, en especial los de economías emergentes, así como por el uso creciente de derivados complejos, que han contribuido a ampliar aún más los movimientos de los mercados. En este sentido, la mayoría apuntó que se ha observado una salida de flujos, particularmente de activos de renta fija, de países emergentes, y que en algunos casos este fenómeno se ha acentuado por factores idiosincráticos. En este contexto, la mayoría de los miembros sostuvo que la mayoría de las divisas de economías emergentes registraron una depreciación considerable y una mayor volatilidad. Uno de ellos opinó que el ajuste en los mercados emergentes también ha sido significativo en los instrumentos de renta variable e incluso en los indicadores de riesgo país. Al respecto, puntualizó que, bajo un contexto de menor búsqueda por rendimientos, se enfrentarán condiciones de financiamiento más restrictivas en estos países. Otro argumentó que es de esperarse que lo anterior tenga repercusiones adversas sobre el desempeño económico de estos países, y de manera más marcada en aquellos donde persisten altos niveles de endeudamiento, tanto público como privado, entre otras vulnerabilidades.

Todos los miembros mencionaron que en el primer trimestre de 2018 la actividad económica en México continuó mostrando una reactivación, incluso a un ritmo mayor al observado en el trimestre previo, si

bien la mayoría notó que algunos indicadores oportunos sugieren cierta desaceleración en el segundo trimestre. Uno añadió que el crecimiento de la economía en el primer trimestre aparentemente estuvo influido por factores de naturaleza transitoria, tales como el impacto de los esfuerzos de reconstrucción tras los sismos de septiembre del año pasado, los cuales afectaron tanto las cifras de producción industrial, como las de inversión. Añadió que el fortalecimiento reciente de la inversión podría ser resultado de un adelantamiento de importaciones de bienes de capital ante la incertidumbre relacionada con la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y, en general, con el acrecentamiento de tendencias proteccionistas en la economía mundial. A lo anterior agregó que, generalmente, la demanda agregada muestra un aumento durante los meses previos a elecciones presidenciales. La mayoría destacó que el consumo y las exportaciones continuaron creciendo, aunque estas últimas mostraron cierta moderación en abril. Por su parte, algunos integrantes comentaron que la inversión parece estar moderándose. Por el lado de la oferta, la mayoría mencionó que los servicios continuaron mostrando fortaleza, si bien advirtió que la producción industrial muestra debilidad por el incipiente cambio en la tendencia de la construcción observado en abril, así como por cierta atonía en las manufacturas. Uno añadió que lo anterior se dio luego de que en los meses previos, la inversión había registrado una reactivación impulsada, principalmente, por el repunte en la construcción. Respecto a una visión de más baja frecuencia de la actividad económica, un integrante indicó que en los últimos años la economía ha estado sujeta a una menor disponibilidad de recursos externos y una marcada incertidumbre, que han propiciado una importante depreciación del tipo de cambio real. Así, señaló que la demanda agregada se ha venido ajustando a este importante cambio de precios relativos y a un entorno de mayores tasas de interés reales. Agregó que ello ha propiciado que en el proceso de ajuste, se presenten las siguientes tendencias: i) un dinamismo en las exportaciones; ii) cierta moderación en el consumo; y, iii) una tendencia de debilidad en la inversión.

La mayoría notó que se mantiene la previsión de crecimiento para este año y el siguiente, publicada en el último Informe Trimestral. Un miembro advirtió que se espera que la economía se desacelere en los próximos meses conforme se diluya el impacto de los factores que afectaron temporalmente la actividad económica a principios de 2018. Algunos agregaron que en lo anterior influirá también una desaceleración del gasto público en el segundo semestre; un efecto negativo, aunque relativamente pequeño, de la reciente introducción de aranceles en

Estados Unidos a las importaciones provenientes de México y la respuesta a estas acciones; y, una nueva disminución de la plataforma de producción petrolera.

Ante la incertidumbre derivada del complejo entorno que enfrenta la economía, la mayoría consideró que el balance de riesgos para su crecimiento continúa sesgado a la baja. Algunos estimaron que dicho balance se ha deteriorado, y uno de ellos apuntó que si bien los factores de riesgo son, en general, los mismos que se han venido observando desde hace meses, varios de ellos presentan un panorama más complejo. Entre los factores de riesgo, la mayoría señaló los riesgos globales descritos anteriormente, así como la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al proceso electoral y post-electoral. Respecto a estos dos últimos factores, algunos notaron la posibilidad de que deriven en la postergación de proyectos de inversión o en la reducción del gasto en consumo. La mayoría advirtió sobre las posibles repercusiones sobre la actividad económica del ambiente de incertidumbre ligado al proceso electoral, de la debilidad institucional, así como de la delincuencia e inseguridad pública. Respecto a estos dos últimos fenómenos, uno de ellos mencionó que son un desafío al monopolio de la fuerza del Estado y que a últimas fechas se han recrudecido incluso en la Ciudad de México, lo que podría suponer que ya no se trata de un fenómeno geográficamente aislado. Otro argumentó que la creciente inseguridad pública ya ha afectado la actividad productiva del país. Además, agregó, como un factor de riesgo adicional, la posibilidad de modificaciones futuras a la postura fiscal que pudiera deteriorar la percepción de riesgo soberano. Algunos añadieron el que se presenten episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Uno de ellos mencionó también el que se agudicen los episodios de volatilidad en los mercados financieros nacionales, especialmente en el mercado cambiario, mientras que otro hizo referencia a las implicaciones de la reciente reforma fiscal en Estados Unidos.

La mayoría destacó que el reciente desempeño de la actividad económica condujo a cierto estrechamiento en las condiciones de holgura de la economía. Uno de ellos mencionó que lo anterior se ha observado principalmente en el mercado laboral. Agregó que han comenzado a incrementarse algunos indicadores salariales, los cuales deberán ser monitoreados a fin de identificar cabalmente su papel en la formación de precios. Por su parte, otro integrante consideró que la situación del mercado laboral no presenta cambios de consideración. Detalló que en abril la tasa de desocupación nacional registró cifras similares a las observadas desde mediados de 2017. Comentó que, en efecto,

este mercado continúa mostrando condiciones apretadas que son compatibles con una brecha del producto alrededor de cero, como la sugerida por la mayoría de los indicadores disponibles. Añadió que parece haberse detenido el deterioro de los salarios reales observado durante 2017. Sin embargo, resaltó que no se observan presiones salariales excesivas. Algunos apuntaron que se anticipa un crecimiento cercano al potencial durante el resto de este año y el siguiente, el cual mantendría la brecha del producto cercana a cero. Uno de ellos precisó que lo anterior implicaría que, partiendo de un nivel moderadamente por arriba de cero, la brecha vaya convergiendo gradualmente a cero en los siguientes trimestres. Agregó que lo anterior se ve reflejado tanto en la evolución reciente como esperada de una amplia gama de indicadores cíclicos de la economía, así como en la brecha del producto que no incluye al sector petrolero que, en su opinión, es la manera correcta de evaluar actualmente la posición de la economía en el ciclo de negocios.

Todos los miembros coincidieron en que la inflación general anual continuó disminuyendo, al pasar de 4.55% en abril a 4.51% en mayo. Algunos señalaron que en el mes de mayo la inflación general moderó el ritmo con el que venía cayendo desde enero. La mayoría mencionó que la inflación subyacente se redujo entre abril y mayo, al pasar de 3.71 a 3.69%. Algunos asociaron dicho comportamiento, en parte, a las acciones de política monetaria implementadas recientemente y al desvanecimiento de los choques que la afectaron el año pasado. Por su parte, algunos mencionaron que dicha disminución se dio a pesar de los aumentos en los precios de los servicios debido a un efecto calendario, y uno agregó que ello contrastó con la disminución registrada en el precio de las mercancías. Respecto de la inflación no subyacente, la mayoría coincidió en que también registró disminuciones, al pasar de 7.07 a 6.99% en el mismo lapso. Uno sostuvo que lo anterior se dio gracias a las reducciones en los precios de productos agropecuarios. Sin embargo, la mayoría señaló que la disminución fue contrarrestada, en parte, por incrementos en los precios de las gasolinas y el gas L.P.

La mayoría de los miembros mencionó que, entre abril y mayo de este año, las expectativas de inflación general provenientes de encuestas se mantuvieron relativamente estables en todos sus plazos. Algunos especificaron que las correspondientes a los cierres de 2018 y 2019 permanecieron alrededor de 4.0 y 3.6%, respectivamente. Uno de ellos agregó que las expectativas para los siguientes 12 meses disminuyeron de 4.01 a 3.90%. Sobre las expectativas de inflación general, otro precisó que las de corto plazo aumentaron ligeramente y que se

encuentran por encima de las proyecciones del banco. Respecto a las expectativas de inflación subyacente, apuntó que las correspondientes a los cierres de 2018 y 2019 se mantuvieron en los mismos niveles de 3.54 y 3.36%, respectivamente. Con respecto a las expectativas de mediano y largo plazos, la mayoría mencionó que se mantienen estables y que se ubican en un nivel de 3.5%. Algunos enfatizaron que, en este contexto, las expectativas se encuentran por encima de las proyecciones del Banco y de la meta del 3%. En cuanto a los diferenciales entre el rendimiento nominal y real de los valores gubernamentales, que corresponden a la compensación por inflación y prima por riesgo inflacionario, la mayoría de los miembros señaló que estos han aumentado. Uno de ellos sugirió que ello refleja mayor preocupación de los mercados por el comportamiento de la inflación en el mediano y largo plazos. Otro miembro señaló que la prima por riesgo inflacionario se ha venido incrementando en el margen, mientras que otro opinó que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercados se han mantenido prácticamente sin cambios.

Algunos miembros coincidieron en que la disminución en la inflación registrada en los primeros cinco meses de 2018 es congruente con la trayectoria convergente de la inflación prevista en el último Informe Trimestral. No obstante, la mayoría sostuvo que algunos de los riesgos al alza para la inflación señalados por este Instituto Central han comenzado a materializarse. En particular, mencionó que se ha observado una mayor depreciación del tipo de cambio, así como presiones sobre los precios de las gasolinas y del gas L.P. asociadas a incrementos en sus referencias internacionales. Uno detalló que la perspectiva de una negociación prolongada del TLCAN podría implicar un nivel de tipo de cambio por encima de lo previsto para el resto del año. La mayoría mencionó el efecto que también podrían tener los aranceles impuestos a algunos productos e insumos importados de Estados Unidos, si bien el impacto sobre la inflación de estos aranceles se estimó que sería acotado y de corta duración. No obstante, uno consideró que el impacto podría ser mayor conforme se vaya ampliando la lista de productos sujetos a dichas medidas arancelarias. Respecto a la naturaleza de estos eventos un miembro señaló que en algunos casos se trata de cambios en precios relativos que sólo afectan la inflación en el corto plazo, mientras que en otros, como en el caso de la depreciación del peso, el impacto inflacionario podría ser más prolongado. Un miembro recordó que el pronóstico de inflación incluido en el último Informe Trimestral se elaboró previendo un comportamiento ordenado del tipo de cambio, una reducción importante de la inflación no subyacente y

la ausencia de presiones cíclicas en la inflación. Sin embargo, en caso de que persistan las presiones sobre la inflación mencionadas, todos consideraron que se afectaría el ritmo de disminución de la inflación. Tomando en cuenta lo anterior, destacaron que se ha acrecentado el riesgo de que la inflación presente un ritmo más lento de convergencia a su objetivo que el previsto anteriormente. Algunos miembros detallaron que incluso la inflación podría no alcanzar la meta de 3% durante 2019.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se deterioró desde la última decisión de política monetaria y mantiene un sesgo al alza en un entorno de marcada incertidumbre. Entre los principales riesgos al alza, destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional continúe presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y a la fortaleza del dólar, como a la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al proceso electoral del presente año. Algunos mencionaron que la incertidumbre relacionada con el proceso post-electoral también podría afectar al tipo de cambio. Uno de ellos agregó el riesgo de que la depreciación que ha registrado el tipo de cambio se torne permanente y que continúe sujeto a mayores presiones a que se deprecie. Argumentó que ello implicaría riesgos en por lo menos dos vertientes: i) que el traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor también se torne permanente y ii) que el traspaso por unidad de depreciación se incremente. En el mismo sentido, consideró preocupante que el traspaso a los precios de los servicios se pueda tornar positivo, siendo que actualmente es cercano a cero. Por otra parte, un miembro sostuvo que no pueden descartarse aumentos en los precios de los bienes que integran la canasta de la inflación no subyacente, dada su elevada volatilidad. Al respecto, algunos señalaron que persiste el riesgo de continuar enfrentando presiones al alza en los precios de algunos energéticos o de enfrentar choques en los precios de los bienes agropecuarios. Algunos mencionaron el riesgo de que se modifique la política de suavizamiento de los precios de las gasolinas, y uno especificó que esto podría llevar a una mayor volatilidad y a una estacionalidad distinta de la inflación. Adicionalmente, la mayoría mencionó que, considerando las condiciones cíclicas de la economía, podrían presentarse presiones de demanda, en particular a través de la evolución de los costos unitarios de la mano de obra. Al respecto, uno apuntó que un menor crecimiento potencial podría generar mayores presiones inflacionarias, aún cuando las tasas de expansión de la demanda agregada pudieran ser relativamente bajas. Además, afirmó que también podría reducir los

márgenes de maniobra de los productores para absorber choques de oferta. Por otra parte, subrayó que las previsiones de los analistas sobre la inflación, así como las del propio Instituto Central, no consideran la posibilidad de un importante aumento al salario mínimo, independientemente del candidato que gane la elección presidencial. Sostuvo que, de no reflejar aumentos en la productividad laboral, ello podría tener consecuencias importantes sobre la formación de precios en la economía. Aunado a lo anterior, advirtió que la elevada vulnerabilidad estructural de las finanzas públicas en México también constituye un riesgo para la inflación. Adicionalmente, destacó como riesgo que las expectativas de inflación de largo plazo continúan situándose alrededor de 3.5% y muestran un elevado grado de persistencia e histéresis. Consideró que ello se ve reflejado en tasas de interés de largo plazo excesivas, lo que conlleva costos importantes para la población. Por último, la mayoría apuntó que ante las acciones de política de comercio exterior de Estados Unidos, se ha acrecentado el riesgo de presiones inflacionarias derivadas de un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias. En cuanto a los riesgos a la baja para la inflación, algunos destacaron una posible apreciación de la moneda nacional en caso de que se alcanzara un resultado favorable en las negociaciones del TLCAN.

La mayoría señaló que desde la última decisión de política monetaria el peso mexicano presentó una depreciación adicional y un aumento en la volatilidad. Uno destacó que fue una de las monedas de economías emergentes que más se depreció, si bien otro notó que, en el margen, el peso mostró cierta apreciación. La mayoría coincidió en que dicho comportamiento estuvo influido por los choques y riesgos tanto externos como internos previamente descritos. Uno de ellos notó que la volatilidad implícita en las opciones del tipo de cambio mostró incrementos generalizados en todos los vencimientos y continúa en niveles elevados en comparación con los observados para otras monedas de economías emergentes, particularmente en los plazos cercanos al primero de julio, fecha en que se celebrarán las elecciones en México. En este contexto, la mayoría apuntó que las condiciones de operación en el mercado cambiario registraron un deterioro, si bien uno de ellos consideró que se mantienen en rangos adecuados. Asimismo, la mayoría mencionó que se registró una reducción en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso. Algunos aclararon que lo anterior se observó, principalmente, entre los inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de corto plazo. En lo referente a las tasas de interés, la mayoría expresó que estas han presentado incrementos, especialmente las de menores plazos.

Al respecto, uno de ellos mencionó que la curva de rendimientos ha mostrado un marcado aplanamiento. En adición, algunos notaron que el diferencial de tasas de interés de largo plazo entre México y Estados Unidos ha aumentado recientemente.

Hacia adelante, la mayoría coincidió en que durante los próximos meses los mercados financieros nacionales, y en particular la cotización de la moneda nacional, seguirán siendo afectados por un complejo entorno económico. Uno señaló que si bien los analistas anticipan una apreciación considerable del tipo de cambio después de la fuerte depreciación que este ha mostrado, consideró que el grado de incertidumbre sobre esta expectativa es elevada. Además, sostuvo que los precios de los activos mexicanos parecerían estar incorporando con cierta probabilidad la ocurrencia de un nuevo choque al tipo de cambio real. Otro comentó que, en un principio, la presión sobre los mercados financieros nacionales puede ser mitigada o acrecentada por el mensaje en materia económica del ganador de las próximas elecciones presidenciales y, posteriormente, por cómo este mensaje se plasme en acciones concretas al comienzo de la nueva administración. Recalcó que en este proceso será fundamental tener presentes los riesgos derivados de un entorno externo tan complejo y de una economía tan abierta a los flujos de capital del exterior como la mexicana.

Respecto a la política macroeconómica, algunos miembros señalaron que los choques que han afectado a la economía mexicana han presionado tanto al tipo de cambio real como a las tasas de interés reales. En este contexto, la mayoría enfatizó que la política monetaria adoptada para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, aunada al cumplimiento de las metas fiscales y a la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, ha contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar escenarios adversos, como el descrito. Al respecto, uno subrayó la importancia de contar con una postura fiscal y monetaria que contribuya a propiciar un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros, así como continuar con las acciones para consolidar la resiliencia del sistema financiero nacional. Argumentó que ello permitiría reducir la probabilidad de recomposiciones de portafolios y salidas de capital. Otro mencionó que ante un entorno adverso como el que actualmente enfrenta el país, la respuesta macroeconómica óptima sería ajustar tanto la política fiscal como la monetaria. No obstante argumentó que esta última será la que, en mayor medida, tenga que hacer frente a los choques y riesgos referidos, ya que por diversas razones actualmente un ajuste fiscal es

poco probable. Comentó que las finanzas públicas muestran diversas fuentes de vulnerabilidad. Además, sostuvo que estas podrían potenciarse en el futuro próximo debido a que el ganador de la próxima contienda electoral, independientemente de quien sea, tratará de dar cumplimiento a sus promesas de campaña, lo que podría implicar presiones adicionales sobre las finanzas públicas. Otro enfatizó que para que el Banco de México esté en condiciones de cumplir cabalmente con su mandato de procurar la estabilidad de precios, es indispensable que se mantenga una política fiscal responsable y sostenible. Por otra parte, algunos miembros recalcaron la importancia de disminuir tanto corrupción como la impunidad y, en general, de mejorar la vigencia del Estado de Derecho. Uno explicó que la debilidad institucional representa un lastre para la inversión y el crecimiento económico a través de distintos canales. Asimismo, detalló que esto ya se ha visto reflejado en un estancamiento e incluso retrocesos de la productividad total de los factores, desde hace varias décadas. Otro añadió que, en las encuestas entre especialistas del sector privado que recaba el Banco de México, entre los factores más importantes que podrían obstaculizar el crecimiento económico destaca el aumento que han tenido los problemas relacionados con gobernanza, que incluyen incertidumbre política, inseguridad pública, corrupción, impunidad y falta de Estado de Derecho.

Respecto a la política monetaria, todos los miembros señalaron que es importante considerar que algunos riesgos para la inflación ya se materializaron y su balance de riesgos se deterioró, lo que podría afectar su convergencia a la meta de 3%. Adicionalmente, advirtieron que la política monetaria enfrenta un escenario más adverso y de mayor incertidumbre. Al respecto, un miembro precisó que debe distinguirse entre riesgo, el cual es cuantificable, e incertidumbre, que no lo es. Sostuvo que una política monetaria robusta implica que un Banco Central adverso al riesgo e incertidumbre, tendría que actuar considerando un escenario pesimista respecto a las variables que considera inciertas, como podría ser la evolución del tipo de cambio. Otro comentó que, frente a la incertidumbre actual, la política monetaria puede enfrentar sorpresas en una u otra dirección y que el Instituto Central debe estar preparado para responder en el escenario que se le presente. Algunos destacaron que en un entorno incierto, la postura de política monetaria es importante para que el ajuste en los mercados financieros, incluyendo al cambiario, se dé ordenadamente. Al respecto, uno de ellos mencionó que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera de un ajuste del tipo de cambio real, es importante evitar que se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y

posibles efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. Uno de ellos comentó que una postura monetaria moderadamente restrictiva ha permitido contener la descompresión de la prima por plazo y ha conducido a un aplanamiento de la curva de rendimientos, lo que refleja que dicha postura ha sido adecuada. Sin embargo, advirtió que la prima por riesgo inflacionario ha aumentado y que ante ello se requiere de un ajuste adicional en la política monetaria. En adición a lo anterior, agregó que el canal de toma de riesgos de la política monetaria ha operado de manera intensa y efectiva en los últimos años. Explicó que este canal depende del diferencial de tasas de interés de corto plazo entre México y Estados Unidos, cuya evolución ha contribuido a mejorar las condiciones de operación en el mercado cambiario y contenido el diferencial de tasas de interés de largo plazo, el cual recientemente se ha incrementado. Apuntó que la política monetaria debe considerar que no es conveniente que el diferencial de tasa de corto plazo se estreche.

La mayoría destacó la necesidad de mantener una política monetaria prudente. Uno de ellos señaló que el Banco de México ha venido comunicando que es conveniente actuar de esa forma y consideró que un ajuste en la tasa de referencia es consistente con esa guía de política. Otro añadió que es necesario actuar con prudencia y cautela para apuntalar la confianza en la economía, principalmente en un contexto en que están ocurriendo simultáneamente distintos choques que podrían afectar el ambiente y perspectivas económicas. Todos los integrantes coincidieron en que, ante un entorno más adverso, es indispensable una respuesta de política monetaria para evitar un desanclaje de las expectativas de inflación, evitar efectos de segundo orden, y procurar la convergencia de esta a su meta. Además, algunos puntualizaron que esto es de especial relevancia considerando la posición cíclica de la economía y la ausencia de holgura. Por su parte, un miembro argumentó que haber añadido elementos que aportan una mayor transparencia y rendición de cuentas en las decisiones de política monetaria, como la publicación de pronósticos para la trayectoria de inflación, hace necesario que el Instituto Central explique y actúe ante el posible incumplimiento de dichos pronósticos. Advirtió que no hacerlo conlleva un riesgo de reputación elevado. Algunos apuntaron que ante un entorno como el descrito no pueden descartarse ajustes al alza adicionales en las siguientes fechas de decisiones de política monetaria. Uno de ellos añadió que es

necesaria una adecuación en nuestra guía de política monetaria futura en el sentido que podrían requerirse ajustes adicionales al alza de la tasa de interés de referencia. Finalmente, todos consideraron que es indispensable que la Junta de Gobierno continúe dando seguimiento a la evolución de la inflación y sus determinantes, para que, en su caso, pueda tomar las medidas de política monetaria pertinentes de forma oportuna y firme que permitan la consecución de sus objetivos.

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. Considerando que algunos riesgos para la inflación han comenzado a materializarse, y que se ha deteriorado el balance de riesgos para esta, lo cual podría afectar el proceso de convergencia de la inflación a su meta, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%.

Hacia adelante, la Junta mantendrá una postura monetaria prudente y continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y 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% y fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que estas alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Miembros votantes a favor de la decisión: Alejandro Díaz de León Carrillo, Roberto Del Cueto Legaspi, Irene Espinosa Cantellano, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Manuel Ramos Francia votaron a favor de incrementar en 25 puntos base el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

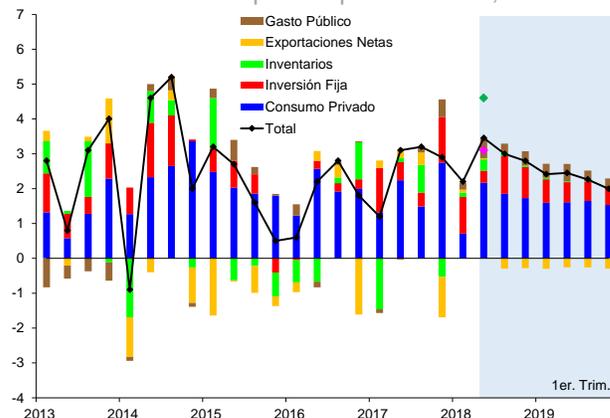
A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que la economía mundial aumentó su ritmo de expansión durante el segundo trimestre de 2018, reflejando el hecho de que en algunas de las principales economías se disiparon los factores que afectaron temporalmente su crecimiento al inicio del año. No obstante, la actividad de las principales economías avanzadas ha empezado a mostrar indicios de divergencia: en Estados Unidos se estima un repunte más fuerte para el segundo trimestre, mientras que en el resto de dichas economías la recuperación parecería ser más débil de lo que se anticipaba hace unos meses. Asimismo, el ritmo de expansión en las economías emergentes también se ha dado de manera diferenciada. En este entorno, aunque las perspectivas de una recuperación de la actividad económica mundial para 2018 y 2019 prácticamente no se han modificado, en el corto plazo ha aumentado la incertidumbre, al tiempo que se han acentuado los riesgos a la baja para el mediano plazo, destacando entre estos los siguientes: un aumento de las medidas proteccionistas que pudiera afectar el ciclo de expansión del comercio y la inversión, un posible apretamiento en las condiciones financieras derivado de sorpresas inflacionarias, y un escalamiento de riesgos geopolíticos en diversas regiones.

En Estados Unidos, los indicadores de demanda sugieren un fuerte repunte del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2018. Esto se ve manifestado en la importante recuperación que presentó el consumo privado en abril, así como por el comportamiento de los pedidos de bienes de capital y otros indicadores prospectivos, que señalan

que la inversión de los negocios continuó con la reactivación observada desde finales del año pasado (Gráfica 1). El panorama para el crecimiento de esa economía en el corto plazo está apoyado en la confianza de los hogares y la favorable evolución del empleo y del ingreso, así como en la continua expansión de la demanda externa, las condiciones financieras aún acomodaticias y los efectos de la reforma tributaria aprobada a finales del año pasado. Cabe destacar que esto último, en un contexto de baja holgura, puede conducir a mayores presiones sobre la inflación.

Gráfica 1
EUA: PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribución en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Los rombos en rosa y verde se refieren a los pronósticos para el segundo trimestre de 2018 de los bancos de la Reserva Federal de Nueva York y de Atlanta, respectivamente.

Fuente: BEA, Blue Chip y Bancos de la Reserva Federal de Atlanta y Nueva York.

La producción industrial de Estados Unidos se contrajo 0.1% a tasa mensual en mayo, debido, en parte, a factores transitorios. En efecto, la caída de la producción manufacturera reflejó principalmente la contracción de 6.5% en la producción de vehículos y autopartes ocasionada por una explosión en una planta de producción de insumos automotrices. Lo anterior se vio parcialmente contrarrestado por el crecimiento del suministro de electricidad y gas y de la producción minera, la cual mantuvo la expansión que inició desde finales de 2016. Hacia adelante, algunos indicadores prospectivos, tales como el índice Empire State, apuntan hacia un repunte de la actividad manufacturera en junio.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó fortaleciéndose en el segundo trimestre. En particular, la nómina no agrícola aumentó en alrededor de 200 mil plazas mensuales en promedio durante los primeros cinco meses del año, incremento por encima del ritmo necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral. Lo anterior se tradujo en una disminución adicional en la tasa de desempleo, la cual se ubicó en 3.8% en mayo, su menor nivel en cerca de dos décadas. En este entorno, el ritmo de crecimiento de los salarios ha venido aumentando moderadamente.

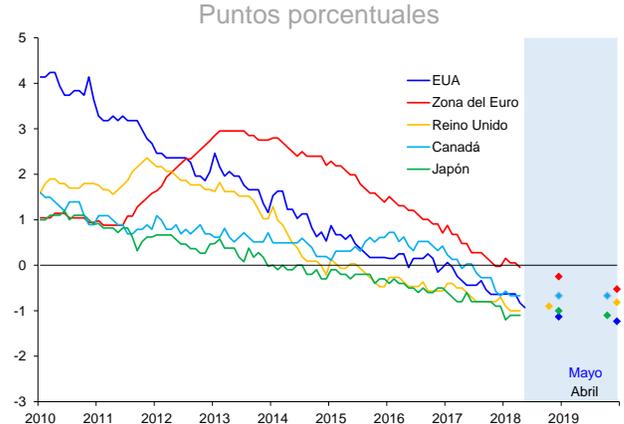
En la zona del euro, la información disponible apunta a un repunte del crecimiento en el segundo trimestre, si bien a un ritmo todavía moderado, después de que la economía se expandiera en el primer trimestre a una tasa anualizada de solo 1.5%. Si bien se espera que la recuperación de la demanda interna siga siendo impulsada por el crecimiento del empleo, los elevados niveles de confianza y las condiciones financieras aún acomodaticias, las dudas sobre la posibilidad de que la región mantenga un ritmo de crecimiento superior al potencial han aumentado. En este sentido, en los últimos meses se ha observado un debilitamiento de la producción industrial y de los índices de gerentes de compras.

En Japón, los indicadores disponibles de comercio, consumo e inversión en equipo son consistentes con un crecimiento moderado en el segundo trimestre del año, luego de que la actividad económica se contrajera a una tasa anualizada de 0.6% en el primer trimestre. No obstante, la debilidad que han mostrado los índices de gerentes de compras sugiere que hacia adelante el crecimiento pudiera ser menor a lo que se anticipaba hace unos meses.

En el Reino Unido, la información disponible indica una recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre del año. En particular, se ha registrado una expansión del consumo, a medida que se han desvanecido los factores transitorios que lo afectaron al inicio del año. No obstante, la producción industrial ha continuado deteriorándose, en línea con la moderación de la demanda externa.

El crecimiento de las economías avanzadas ha seguido reflejándose en un fortalecimiento de los mercados laborales. En efecto, la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo, las encuestas a las empresas indican una creciente escasez de mano de obra, y los salarios han venido recuperándose gradualmente (Gráfica 2).

Gráfica 2
Economías Avanzadas Seleccionadas: Brecha de Mercado Laboral (U-NAIRU)



Nota: Los datos de la NAIRU tienen como fuente OCDE, excepto EUA cuyos datos provienen del CBO. Los datos de expectativas provienen de Consensus Forecast, a excepción de EUA cuyas proyecciones provienen de la Reserva Federal.
Fuente: Haver Analytics, FRED, CBO, Consensus Forecast y OCDE.

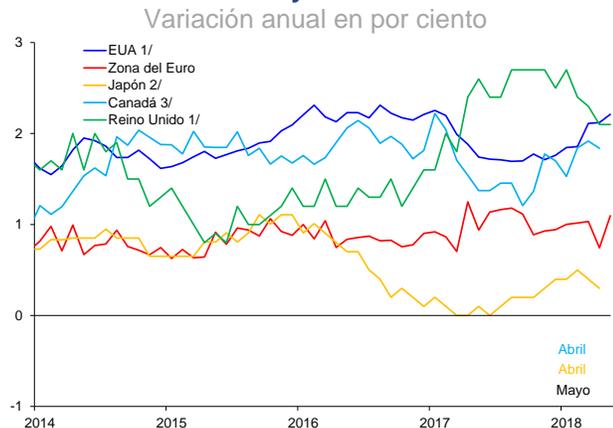
Las economías emergentes han continuado expandiéndose en lo que va de 2018, si bien a un ritmo diferenciado entre regiones. Mientras que el crecimiento de la región asiática ha sido superior al potencial, apoyado por la mayor demanda de China, la actividad económica en Europa emergente se moderó en respuesta a la debilidad registrada en la zona del euro. Las economías emergentes enfrentan mayores riesgos a la baja para el crecimiento ante la posibilidad de que Estados Unidos imponga más aranceles a sus importaciones y de que se observe un endurecimiento en las condiciones financieras globales.

Durante las últimas semanas, los precios internacionales de las materias primas presentaron un comportamiento mixto. Por un lado, luego de la tendencia alcista que presentaron a principios de año, los precios del petróleo disminuyeron ante indicios de que la producción de crudo en Estados Unidos alcance nuevos máximos históricos, así como por las crecientes preocupaciones de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores lleguen a un acuerdo para incrementar la producción de crudo. Asimismo, se observó una caída en los precios de los granos a causa de una mejoría en las condiciones climatológicas. En contraste, los precios de los metales industriales siguieron subiendo después del alza registrada a raíz del anuncio de los aranceles al acero y aluminio por parte de Estados Unidos y ante el temor de que se presente una huelga en Chile en la principal mina productora de cobre del mundo.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

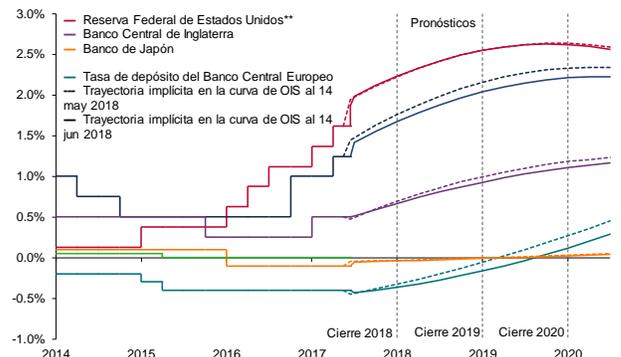
En el contexto anteriormente descrito, la inflación en países avanzados ha mostrado una gradual tendencia al alza desde finales del año pasado, si bien se aprecian diferencias entre países. En particular, la inflación ha mostrado en general un aumento en Estados Unidos y Canadá, mientras que en la zona del euro y Japón se ha mantenido débil y por debajo de las metas de sus bancos centrales (Gráfica 3). En este entorno, se prevé que los bancos centrales de las principales economías avanzadas continúen con un proceso gradual hacia una postura monetaria más neutral, si bien se anticipa una mayor divergencia en la velocidad en la que dichas instituciones podrían ajustar sus políticas. En efecto, se espera que la Reserva Federal siga elevando su tasa de referencia en los próximos meses, mientras que se anticipa que otros bancos centrales, particularmente el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, serán más cautelosos en la normalización de la política monetaria y posiblemente mantengan una postura altamente acomodaticia en el futuro previsible (Gráfica 4).

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



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

Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en curvas OIS^{1/}
Porcentaje



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. *Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (1.75% - 2.00%).
Fuente: Bloomberg.

Como se esperaba, en su reunión de junio la Reserva Federal elevó su tasa de fondos federales en 25 puntos base, hacia un rango de entre 1.75% y 2%. En su comunicado, dicha Institución señaló que la actividad económica se ha venido expandiendo a un ritmo sólido. Asimismo, destacó que incrementos graduales adicionales en su tasa de referencia serían consistentes con un escenario de expansión sostenida de la actividad económica, un mercado laboral fuerte y una inflación cercana a su objetivo simétrico del 2%. Cabe destacar que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto elevaron sus proyecciones de crecimiento e inflación para 2018, mientras que redujeron su estimación para la tasa de desempleo, esperando que esta última se mantenga por debajo de su nivel de largo plazo durante los próximos tres años. Dicha Institución continuó calificando las condiciones monetarias como acomodaticias, pero eliminó la referencia en torno a que la tasa de fondos federales se ubicará por debajo de su nivel neutral por algún tiempo. Esto es congruente con la revisión al alza de la mediana de sus proyecciones, que ahora sitúa la tasa de fondos federales por encima de la tasa de largo plazo en 2019. En este contexto, la mediana de las estimaciones sobre la tasa de fondos federales incorpora 2 incrementos adicionales de 25 puntos

base por parte de la Reserva Federal durante lo que resta de 2018, proyectando un alza adicional respecto a lo esperado en su reunión de marzo, y 3 alzas durante 2019. De igual modo, los futuros de la tasa de fondos federales incorporan casi por completo dos incrementos adicionales en la tasa de referencia en lo que resta de 2018.

En su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su tasa de referencia pero modificó su guía futura, al señalar 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 se mantenga alineada con su expectativa de un ajuste sostenido hacia su meta. Adicionalmente, el BCE destacó que continuará comprando activos por un monto mensual de 30 mil millones de euros hasta finales de septiembre, y que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa reducir dichas compras a 15 mil millones de euros a partir de esa fecha y hasta diciembre de este año, cuando estima finalizaría dicho programa. Esa Institución señaló también que, si bien los riesgos para el crecimiento de la región están balanceados, ha aumentado la incertidumbre ante la implementación de políticas proteccionistas a nivel global y la persistente volatilidad en los mercados financieros. Como resultado del mensaje del BCE, las expectativas de política monetaria implícitas en instrumentos de mercado se ajustaron de modo que la fecha esperada para el primer aumento de la tasa de referencia se retrasó del primer trimestre de 2019 hacia el tercer o cuarto trimestre del próximo año.

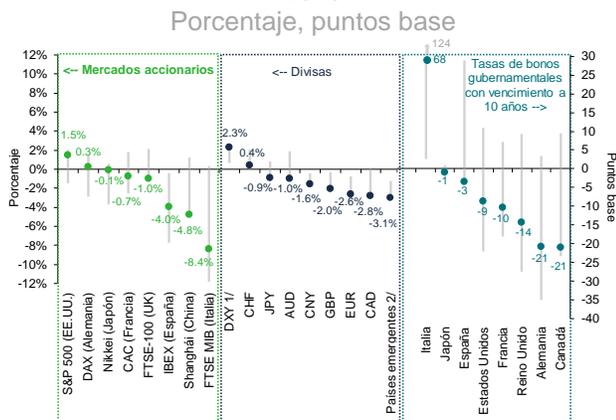
En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo su tasa de depósito de corto plazo en -0.1%, su objetivo de la tasa de bonos gubernamentales de largo plazo en 0% y no modificó el monto de su programa de compra de activos. Ese banco central dio una evaluación positiva de la economía, destacando el incremento de las exportaciones, de la inversión y del consumo interno. Sin embargo, reconoció que la inflación se encuentra baja, por lo que reiteró la necesidad de profundizar el análisis acerca de los factores que han evitado que esta suba y de mantener el estímulo monetario para lograr la convergencia de la inflación al objetivo de 2%.

En muchas de las economías emergentes, la inflación se mantuvo relativamente baja y, en

diversos casos, por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales. No obstante, en un contexto en el que la holgura ha continuado disminuyendo, se ha dado un incremento en los precios de las materias primas y se ha observado una depreciación de sus divisas, los riesgos de una mayor inflación y las presiones para que cada vez más bancos centrales adopten una postura menos acomodaticia se han incrementado. En este sentido, recientemente los bancos centrales de India, Indonesia y Turquía elevaron sus tasas de referencia.

En las últimas semanas, los mercados financieros mostraron periodos de mayor volatilidad y un clima de menor apetito por riesgo, ante la intensificación de algunos factores de riesgo. En particular, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales se acentuaron tras la implementación de aranceles por parte del gobierno estadounidense a la importación de acero y aluminio proveniente de México, Canadá y la Unión Europea, así como a varios productos provenientes de China. Adicionalmente, en España e Italia se registraron eventos de carácter político que afectaron el desempeño de los mercados de la región. De tal forma, se observó una recomposición de carteras hacia activos más seguros –lo que se reflejó en una caída de diversos índices accionarios, particularmente de las bolsas europeas–, en un comportamiento desfavorable de los mercados de deuda corporativa, y en una apreciación del dólar frente a las principales divisas. Asimismo, a pesar del mayor dinamismo de la actividad económica en y del gradual incremento de la inflación en la mayoría de las economías avanzadas, la búsqueda de activos de menor riesgo se reflejó en una disminución de las tasas de interés de bonos gubernamentales en este conjunto de países, con excepción de las de Italia, las cuales registraron incrementos importantes (Gráfica 5). Vale la pena destacar que, no obstante la aversión al riesgo en los mercados, las bolsas en Estados Unidos continuaron con una tendencia alcista, alcanzando en algunos casos nuevos máximos históricos. Lo anterior parecería reflejar que prevalece el optimismo respecto al buen dinamismo de la economía estadounidense, a pesar de la prevalencia de diversos riesgos en materia comercial y geopolítica.

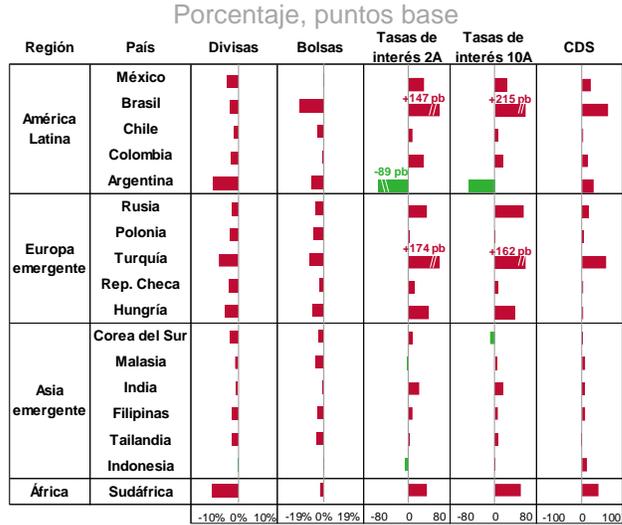
Gráfica 5
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 14 de mayo al 15 de junio de
2018



1/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%. 2/ 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.

Por su parte, en los mercados financieros de países emergentes, en algunos casos se registraron salidas de capitales, siendo particularmente afectados aquellos países con elevados niveles de déficit en cuenta corriente y altas necesidades de financiamiento a corto plazo. Lo anterior se tradujo en que la mayoría de las divisas de las economías emergentes registraran una depreciación considerable y una mayor volatilidad, particularmente en el peso argentino, la lira turca y el rand sudafricano. Asimismo, se observaron incrementos generalizados en las tasas de rendimiento y caídas en los mercados accionarios de este grupo de países (Gráfica 6). En este contexto, algunos bancos centrales continuaron interviniendo en sus mercados financieros con la intención de aminorar los movimientos adversos en los mismos. En este sentido, países como Argentina, Brasil e Indonesia intervinieron en sus mercados cambiarios. Adicionalmente, algunos de ellos, como India, Indonesia y Turquía, ajustaron su postura monetaria, incrementando la tasa de referencia.

Gráfica 6
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados desde el 14 de mayo de 2018



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

Hacia adelante, persisten factores de riesgo que podrían generar nuevamente volatilidad en los mercados. En particular, un escalamiento de las políticas proteccionistas podría provocar una desaceleración del comercio y la inversión internacional, lo que pudiera poner en riesgo la fase de expansión actual. A esto se suma la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria en economías avanzadas más rápido de lo esperado por los mercados financieros. Además, la alta valuación de algunos activos financieros, el elevado apalancamiento de los hogares y de las empresas en algunos países desarrollados, y la inestabilidad geopolítica, siguen siendo factores de riesgo.

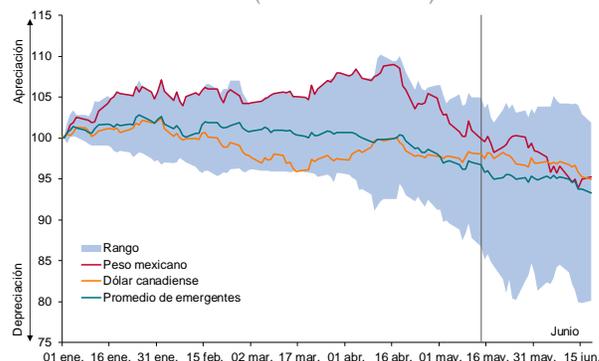
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, el peso mexicano registró un comportamiento volátil y una depreciación de alrededor de 4.5% (Gráfica 7). Este desempeño estuvo asociado principalmente a un sentimiento más negativo hacia los mercados financieros de países emergentes en general, en un entorno en el que se acentuó la incertidumbre respecto a la instrumentación de políticas comerciales proteccionistas a nivel global y ante la posibilidad de que la Reserva Federal pudiese acelerar el ritmo de normalización de su postura de política monetaria. En adición a lo anterior, para el caso particular de nuestro país, la falta de acuerdos alrededor del proceso de renegociación del TLCAN y la incertidumbre asociada al proceso electoral también contribuyeron al desempeño negativo de la moneda nacional.

De esta manera, el 15 de junio el tipo de cambio alcanzó un nivel máximo de cotización de 20.96 pesos por dólar, el cual no se observaba desde enero de 2017. Por su parte, las condiciones de operación en el mercado cambiario se deterioraron nuevamente. Así, se presentó una ampliación en los diferenciales de compra-venta, una menor profundidad de mercado y menores volúmenes de operación (Gráfica 8). Asimismo, las condiciones prospectivas de operación, medidas, por ejemplo, a través de la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio, también se volvieron a deteriorar (Gráfica 9).

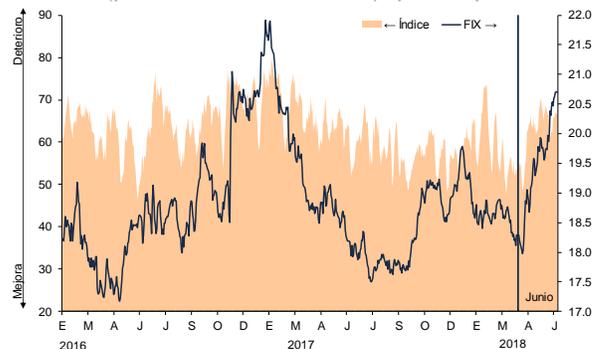
Gráfica 7
Índice acumulado del peso mexicano y divisas seleccionadas durante 2018
Índice (dic 2017 =100)



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

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

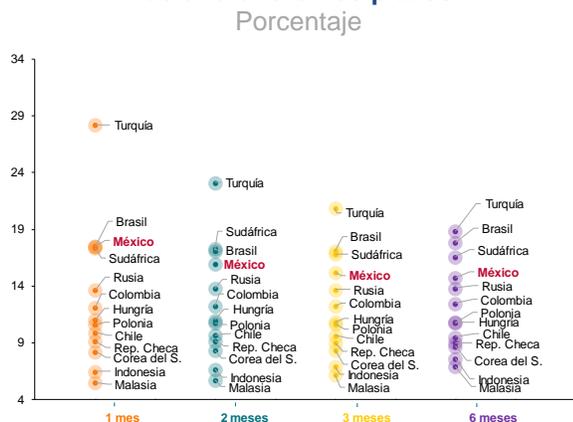
Gráfica 8
Índice de condiciones de operación en el mercado cambiario y tipo de cambio Peso-Dólar
Índice (promedio móvil 5 días), pesos por dólar



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

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

Gráfica 9
Último nivel de la volatilidad implícita en
opciones de divisas seleccionadas frente al
dólar a diferentes plazos

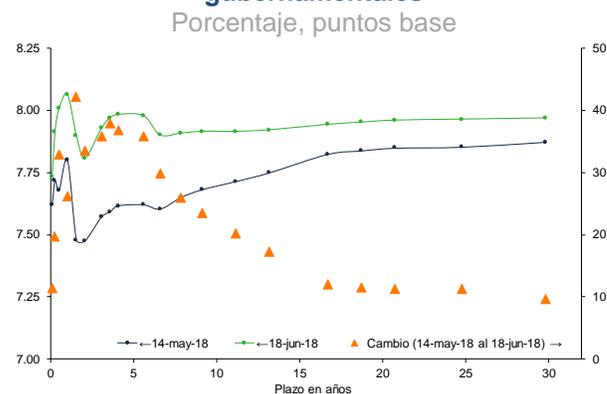


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, desde el último anuncio de política monetaria a la fecha, la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó un desempeño negativo, el cual se reflejó en aumentos generalizados de hasta 42 puntos base (p.b.) (Gráfica 10), siendo las tasas de rendimiento de los instrumentos con menor plazo las que presentaron los mayores incrementos. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos, medida a través del diferencial entre los bonos de 30 y 3 años, mostró un aplanamiento de alrededor de 28 p.b. para ubicarse en niveles de 0 (p.b.), lo cual la sitúa en niveles no observados desde junio de 2007 (Gráfica 11). El ajuste en el mercado de tasas de interés de nuestro país se presentó en un contexto en donde las condiciones de operación se mantuvieron relativamente estables.

Finalmente, las expectativas sobre el nivel de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se ubicaron en niveles de 7.67% para la decisión del mes de junio, de 7.82% para agosto y de 8.16% para el cierre del año (Gráfica 12). Por su parte, el consenso de los principales analistas económicos anticipa un incremento de 25 p.b. en la siguiente decisión de política monetaria.

Gráfica 10
Curva de rendimientos de valores
gubernamentales



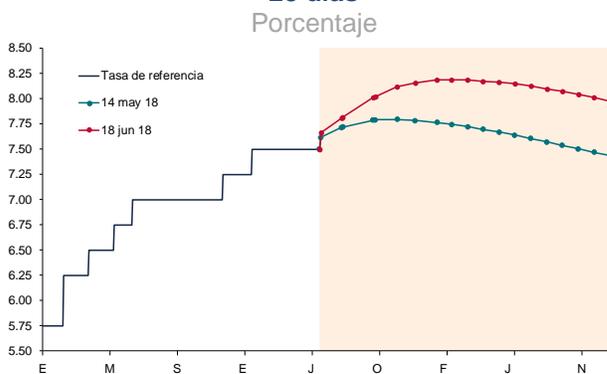
Fuente: PIP.

Gráfica 11
Pendiente de la curva de rendimientos medida a
través del diferencial entre los bonos
gubernamentales a tasa nominal de México y
Estados Unidos con vencimiento a 30 y 3 años



Fuente: PIP.

Gráfica 12
Tasa de fondeo implícita en los swaps de TIIE a
28 días



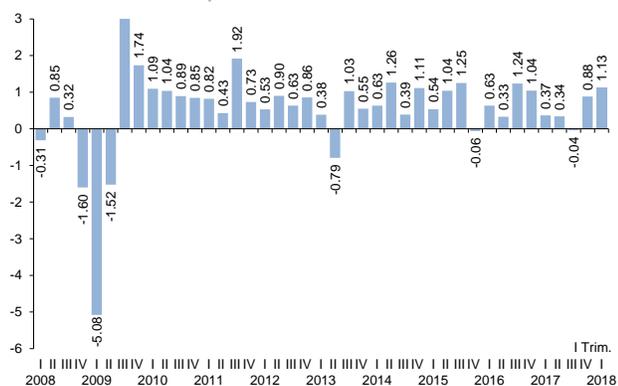
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el primer trimestre de 2018, el PIB de México continuó mostrando una reactivación, registrando incluso una tasa de crecimiento mayor a la observada el trimestre previo (Gráfica 13). En particular, las exportaciones manufactureras siguieron mostrando un importante dinamismo y el consumo privado continuó expandiéndose, en tanto que la inversión registró una reactivación. No obstante, indicadores oportunos para el segundo trimestre sugieren cierta desaceleración de la actividad económica.

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



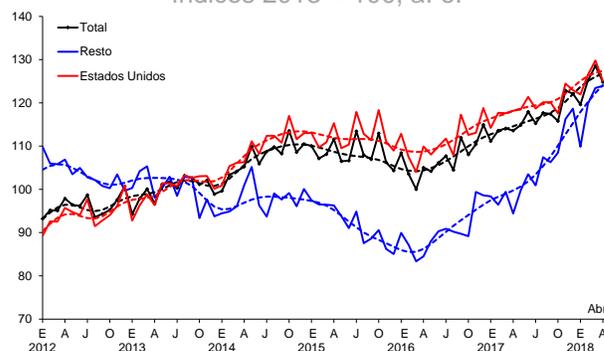
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Si bien en el primer trimestre de 2018 las exportaciones manufactureras, tanto las automotrices como las no automotrices, mostraron una tendencia creciente, en abril estas presentaron una contracción, la cual fue reflejo de disminuciones en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, toda vez que las canalizadas al resto del mundo mantuvieron su dinamismo (Gráfica 14). Con respecto a la evolución de la demanda interna, en el primer trimestre de 2018, de acuerdo a su indicador mensual, el consumo privado continuó avanzando, impulsado principalmente por el consumo de bienes. Entre los indicadores del consumo más oportunos, aunque de menor cobertura, destacan los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, que exhibieron una trayectoria positiva, así como las ventas de vehículos ligeros, que continuaron

mostrando un débil desempeño. Por su parte, en el trimestre en su conjunto la inversión mostró cierta recuperación como resultado tanto de la reactivación del gasto en maquinaria y equipo, como del repunte de la construcción que empezó a observarse a finales de 2017. No obstante, la contracción que este agregado presentó en marzo como resultado de una caída en el gasto en construcción apunta a que el avance registrado a principios de año podría haber sido temporal.

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



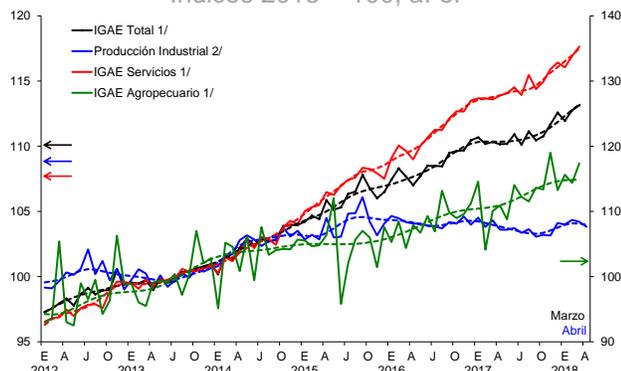
a. e. /Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

En relación a la actividad económica por el lado de la producción, el crecimiento en el primer trimestre de 2018 estuvo apoyado por el dinamismo de las actividades terciarias y por la reactivación de la actividad industrial, si bien esta última mostró cierta pérdida de dinamismo a principios del segundo trimestre (Gráfica 15). Al desempeño de los servicios en el primer trimestre contribuyeron principalmente los rubros de comercio; servicios educativos y de salud; servicios de transporte e información en medios masivos; y las actividades del gobierno. Por su parte, el comportamiento de la actividad industrial en ese periodo fue reflejo de la trayectoria favorable de la manufactura y de la construcción. No obstante, a inicios del segundo trimestre ambos rubros volvieron a mostrar cierta debilidad. Por su parte, en el periodo enero – abril de 2018, la minería mantuvo una tendencia negativa y continuó ubicándose en niveles particularmente bajos (Gráfica 16).

Gráfica 15
Indicadores de la Actividad Económica

Índices 2013 = 100, a. e.



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

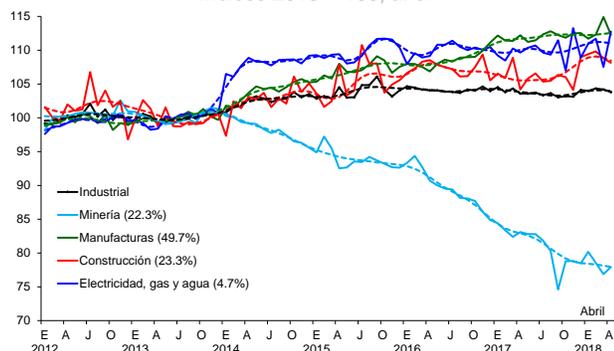
1/ Cifras a marzo de 2018.

2/ Cifras a abril de 2018 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

Gráfica 16
Actividad Industrial

Índices 2013 = 100, a. e.



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

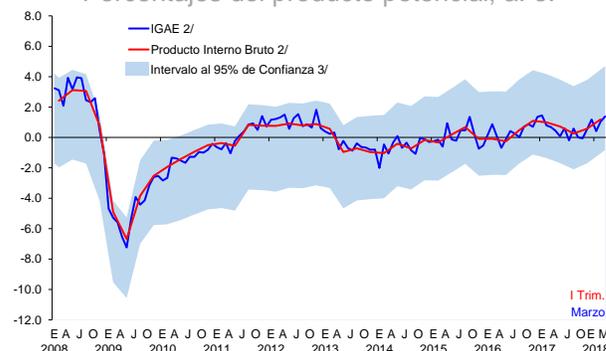
Fuente: PEMEX y Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, diversos indicadores de las condiciones de holgura sugieren que en el primer trimestre de 2018 estas mostraron cierto estrechamiento. En particular, la brecha positiva del producto que excluye el sector petrolero se amplió (Gráfica 17). A su vez, la tasa de desocupación urbana mantuvo una tendencia decreciente, mientras que la nacional siguió ubicándose en niveles particularmente bajos (Gráfica 18). Asimismo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria

positiva. Por su parte, derivado del comportamiento de la productividad y de la inflación, en el primer trimestre de 2018 los costos de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto registraron un nivel similar al observado en el último trimestre de 2017 (Gráfica 19).

Gráfica 17
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Sin Industria Petrolera^{4/}

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2018; cifras del IGAE a marzo de 2018.

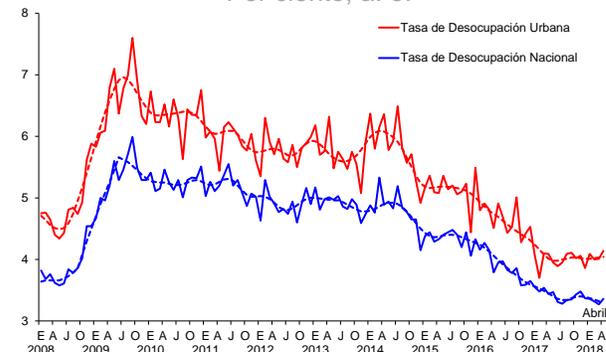
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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 18
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

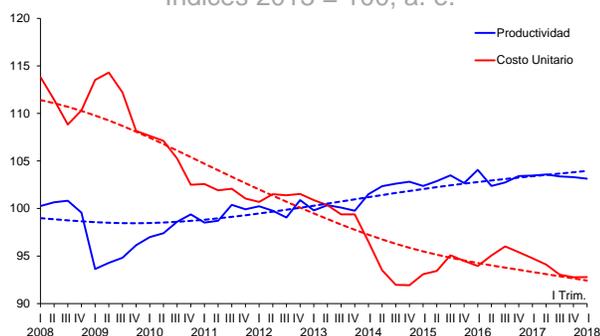
Por ciento, a. e.



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 19
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
 Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

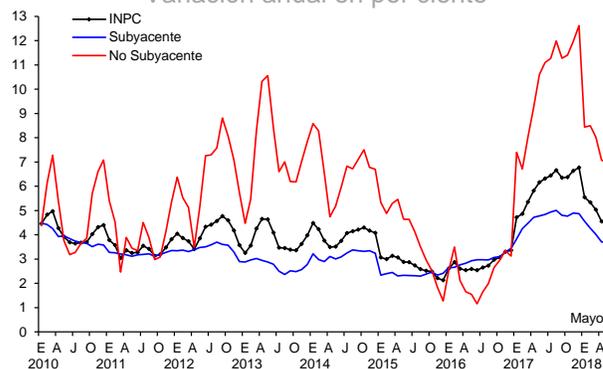
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

Al mes de abril de 2018, el financiamiento al sector privado no financiero mostró un repunte en su tasa de crecimiento real anual, en comparación con el cierre de 2017. Ello fue resultado, en buena medida, del sostenido dinamismo del financiamiento a las empresas, particularmente las grandes y, en menor grado, de una incipiente recuperación del crédito a los hogares. El financiamiento externo, por su parte, continuó exhibiendo cierta atonía. Los costos de financiamiento se ubicaron en niveles más elevados en relación con los observados en promedio durante 2017, si bien en meses recientes no han presentado cambios significativos. En tanto, los índices de morosidad se han mantenido en niveles bajos y estables, con excepción de los correspondientes a la cartera de crédito al consumo, los cuales continúan siendo relativamente elevados, si bien han mostrado ciertos indicios de haber detenido el deterioro que venían observando desde finales de 2016. Así, la evidencia sugiere que los mercados de fondos prestables no están enfrentando presiones de demanda.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre abril y mayo de 2018, la inflación general anual continuó disminuyendo al pasar de 4.55 a 4.51%. Este comportamiento se debió a las menores tasas de crecimiento anual que han tenido los precios tanto del componente subyacente, como del no subyacente (Gráfica 20 y Cuadro 1).

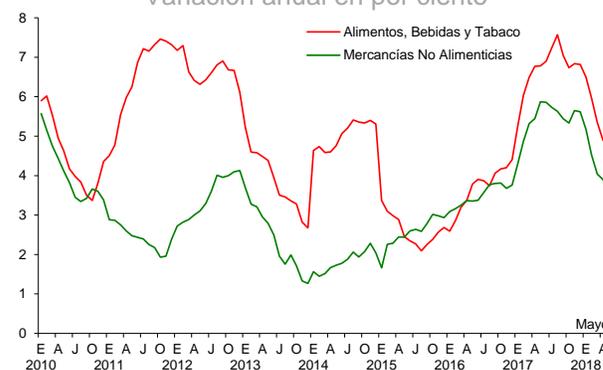
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual pasó de 3.71% en abril a 3.69% en mayo como resultado de las acciones de política monetaria y del desvanecimiento de los choques que la afectaron en el pasado. En particular, continuó la disminución en la tasa de variación anual de los precios de las mercancías, especialmente en los de las no alimenticias (Gráfica 21 y Gráfica 22). En contraste, la tasa de crecimiento anual de los precios de los servicios presentó un aumento marginal asociado al efecto que tuvo el comportamiento de la variación anual de los precios de los servicios turísticos, toda vez que esta presentó una disminución importante en abril como consecuencia de un efecto calendario ocasionado por la fecha en que se celebró la Semana Santa (Gráfica 22 y Cuadro 1).

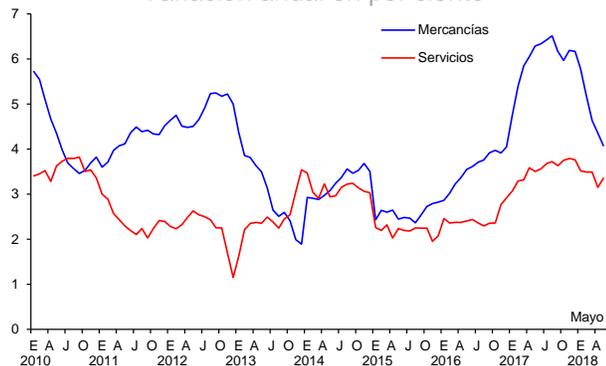
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios

Variación anual en por ciento

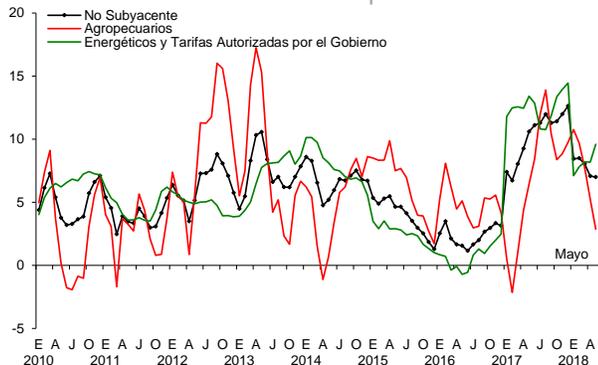


Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación no subyacente disminuyó de 7.07 a 6.99% entre los meses referidos. Al respecto, destacaron las reducciones que han tenido los precios de los productos agropecuarios, las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por incrementos en los precios de las gasolinas y del gas L.P. (Gráfica 23 y Cuadro 1).

Gráfica 23
Índice de Precios No Subyacente

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado disminuyeron ligeramente entre abril y mayo. En efecto, las medianas correspondientes a las expectativas de inflación general para el cierre de

2018 y 2019 se ajustaron de 3.98 a 3.94% y de 3.58 a 3.55% entre las encuestas de los meses referidos. Asimismo, las correspondientes a los próximos 12 meses con referencia tanto al mes, como al mes siguiente del levantamiento de la encuesta, se ajustaron a la baja de 4.01 a 3.90% y de 3.98 a 3.90%, respectivamente, en el mismo periodo. Por su parte, las medianas correspondientes a las expectativas para el mediano y largo plazos se mantuvieron estables en alrededor de 3.5 por ciento. Por lo que respecta a las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años), estas también continuaron ubicándose en niveles cercanos a 3.5%.

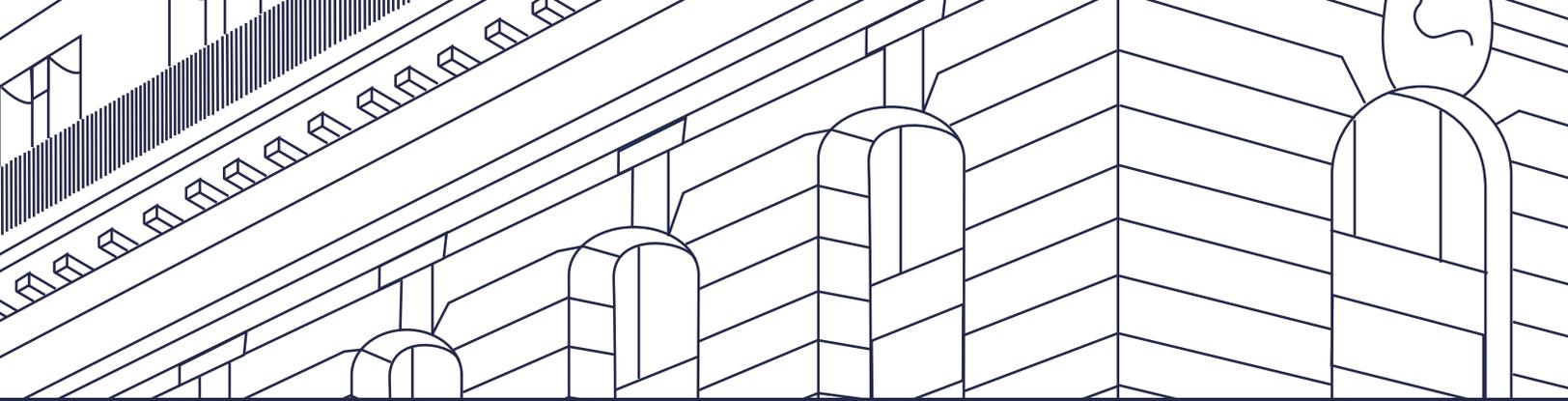
La disminución que ha tenido la inflación en los primeros cinco meses de 2018 es congruente con la trayectoria convergente de la inflación hacia su meta prevista en el Informe Trimestral más reciente. Sin embargo, algunos riesgos señalados en la elaboración del pronóstico han comenzado a materializarse, se ha observado una mayor depreciación del tipo de cambio y presiones sobre los precios de las gasolinas y del gas L.P. como resultado de la evolución de sus referencias internacionales. Por otra parte, se estima que los aranceles impuestos por Estados Unidos y las medidas equivalentes anunciadas recientemente por México tengan un impacto limitado y de corta duración sobre la inflación.

En particular, entre los riesgos que enfrenta la inflación destacan los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional continúe presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y la fortaleza del dólar, como a la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al proceso electoral del presente año. De igual forma, que se presenten choques en los precios de los bienes agropecuarios y presiones al alza en los precios de algunos energéticos. Asimismo, tomando en cuenta las condiciones cíclicas de la economía, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación. A la baja, una posible apreciación de la moneda nacional en caso de un resultado favorable de las negociaciones del TLCAN.

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

Concepto	Diciembre 2017	Marzo 2018	Abril 2018	Mayo 2018
INPC	6.77	5.04	4.55	4.51
Subyacente	4.87	4.02	3.71	3.69
Mercancías	6.17	4.64	4.35	4.07
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	5.35	4.90	4.73
Mercancías no Alimenticias	5.62	4.04	3.90	3.52
Servicios	3.76	3.49	3.15	3.36
Vivienda	2.65	2.54	2.56	2.57
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.84	4.84	4.82
Otros Servicios	4.63	4.07	3.24	3.73
No Subyacente	12.62	8.03	7.07	6.99
Agropecuarios	9.75	7.74	5.24	2.87
Frutas y Verduras	18.60	8.82	4.07	-0.87
Pecuarios	4.50	7.12	5.94	5.14
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	14.44	8.19	8.18	9.59
Energéticos	17.69	8.85	9.12	12.37
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	6.85	6.36	4.53

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 5 de julio de 2018

