



BANCO DE MÉXICO

Resumen Ejecutivo del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2017

Resumen

En 2017, la inflación estuvo fuertemente influida por una serie de choques de magnitud considerable, tanto externos como internos, lo que condujo a que al cierre del año alcanzara niveles no observados desde el año 2001. Desde inicios del año, la inflación comenzó a resentir los efectos de la depreciación de la moneda nacional, principalmente como resultado de la incertidumbre respecto al futuro de la relación bilateral de nuestro país con la nueva administración de Estados Unidos. Adicionalmente, durante la primera parte del año también afectaron a la inflación otros factores, entre los que destacan los incrementos en los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas y el gas L.P., así como aumentos en las tarifas de transporte público y alzas en los precios de algunos productos agropecuarios. Si bien a partir de septiembre de 2017 la inflación mostró cierta inflexión a la baja, en los últimos meses del año se presentaron choques adicionales que incrementaron la inflación general a 6.77 por ciento en diciembre. Entre estos destacaron los aumentos en los precios del gas L.P. y de ciertas frutas y verduras; una depreciación adicional de la moneda nacional; y el efecto del cambio en el calendario del aumento al salario mínimo, que entró en vigor en diciembre en lugar de enero. Cabe señalar que estos choques se dieron en un entorno en el que las condiciones cíclicas de la economía se han mantenido relativamente estrechas, lo que podría estar influyendo en la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo. En enero de 2018 la inflación general anual presentó una disminución considerable; en dicho resultado destaca la importante reducción de la inflación no subyacente y una de menor magnitud en la subyacente. Ello debido a las acciones de política monetaria implementadas y a que en este año los aumentos en los precios de algunos energéticos fueron menores que los del año previo. Sin embargo, el comportamiento de la inflación no subyacente a inicios del año siguió resintiéndose los efectos de los choques que la afectaron al cierre de 2017. Como resultado del panorama inflacionario descrito, se presentaron aumentos en las expectativas de inflación general para el cierre de 2018, si bien aquellas para el mediano y largo plazo se mantuvieron alrededor de 3.50 por ciento.

El Banco de México ajustó su postura monetaria durante 2017, incrementando el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 125 puntos base de enero a junio de dicho año, manteniéndola sin cambio hasta noviembre. No obstante, ante el deterioro adicional en la inflación bajo el entorno mencionado, y con el objeto de mantener una postura monetaria que evitara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios y reforzara la tendencia descendente de la misma hacia su meta, en las reuniones de diciembre de 2017 y de febrero de 2018 la Junta de Gobierno decidió aumentar la tasa objetivo en 25 puntos base en cada una de ellas, llevándola a un nivel de 7.50 por ciento. Estas acciones tomaron en consideración las condiciones cíclicas de la economía descritas anteriormente. Asimismo, en la última decisión de política monetaria se destacó que el incremento en la tasa objetivo tomó en cuenta las condiciones monetarias más restrictivas que se prevén en la economía estadounidense.

Las acciones anteriores se llevaron a cabo en un entorno en el que, si bien la actividad económica mundial siguió expandiéndose de manera generalizada y sus expectativas de crecimiento se han revisado al alza, persisten diversos riesgos, tanto económicos como geopolíticos, que pueden influir desfavorablemente en el contexto mundial. En particular, destaca la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria más rápido a lo anticipado por los mercados en las economías avanzadas y, en especial, en Estados Unidos, lo cual podría propiciar un entorno más volátil en los mercados financieros internacionales y restringir las condiciones de financiamiento, en especial para las economías emergentes. Este riesgo se ha fortalecido por las presiones inflacionarias que se podrían generar como resultado

de los recortes a los impuestos y el aumento al gasto público recientemente aprobados en dicho país. En efecto, este impulso fiscal, en un contexto en el que la economía estadounidense no parece presentar condiciones de holgura, ha entrado en tensión con la expectativa de que la postura monetaria en ese país se normalizaría gradualmente, y ha dado lugar a aumentos considerables en las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a plazos de 10 y 30 años en lo que va del año y a un ajuste a la baja en los principales índices accionarios respecto a los altos niveles que habían alcanzado previamente.

Por su parte, durante el periodo que cubre este Informe la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense registró una depreciación y un incremento importante en su volatilidad. Entre los factores que presionaron al tipo de cambio hacia el cierre del 2017, destaca la incertidumbre que prevalecía relativa a: i) los procesos de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de aprobación del estímulo fiscal en dicho país, así como su ratificación final en diciembre del año pasado; ii) la renegociación del TLCAN, y iii) algunos eventos relacionados con el proceso electoral en México. Sin embargo, desde principios de enero el peso ha mostrado una ligera apreciación asociada, entre otros factores, a las acciones de política monetaria adoptadas por este Instituto Central, así como a cierta mejora en el ambiente de negociaciones del TLCAN y a la debilidad generalizada del dólar. Cabe mencionar que, ante la presencia de episodios que afectaron la liquidez en el mercado cambiario e indujeron una mayor volatilidad en el mismo, en octubre y diciembre de 2017 la Comisión de Cambios anunció medidas con el objetivo de procurar un funcionamiento más ordenado en el mercado cambiario. Por lo que respecta al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, estas mostraron una elevada volatilidad e incrementos para todos los plazos. Dichos ajustes estuvieron influidos tanto por los incrementos de la tasa de referencia en las tasas de interés de corto plazo, como por las presiones en las tasas de interés externas en las de mayor plazo.

En el último trimestre de 2017, la economía mexicana registró una importante expansión, impulsada especialmente por el desempeño de los servicios. Ello contrasta con la contracción registrada en el tercer trimestre de 2017, la cual fue resultado de los efectos de los sismos ocurridos en septiembre y de la caída extraordinaria en la plataforma de producción petrolera en ese mes. Respecto de los componentes de la demanda agregada, las exportaciones continúan mostrando un buen desempeño y el consumo privado sigue presentando una tendencia positiva, aunque con indicios de cierta desaceleración. En contraste, persistió la debilidad de la inversión. Es importante reconocer que, por varios años, la economía mexicana ha venido transitando por un ciclo económico atípico, tanto por la influencia de condiciones económicas externas inéditas, como por el tipo de choques que la han afectado. Esto ha complicado la evaluación de las condiciones cíclicas; en particular, de las condiciones de holgura de la economía y su papel en la formación de precios. En este contexto, un conjunto de indicadores de holgura sugiere que las condiciones cíclicas de la economía se han venido estrechando, especialmente en el mercado laboral y en lo que corresponde al consumo, si bien en general parecen haber comenzado a ceder moderadamente.

En cuanto al escenario macroeconómico previsto por el Banco de México, destaca:

Crecimiento del Producto: Los pronósticos de crecimiento económico de México para 2018 y 2019 permanecen sin cambio con respecto a los publicados en el Informe anterior. Así, se continúa anticipando que la tasa de crecimiento del PIB en 2018 se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento y que en 2019 se observe una expansión de la economía de entre 2.2 y 3.2 por ciento. Estas previsiones consideran que, si bien la demanda externa que enfrenta el país podría verse favorecida por las mejores expectativas de crecimiento, tanto de la producción industrial

de Estados Unidos, como del comercio global, el entorno de incertidumbre que prevalece, especialmente respecto de los términos que regirán la relación comercial de México en Norteamérica, podría seguir influyendo adversamente en la evolución de la inversión en el país. Dadas las condiciones de holgura descritas anteriormente y tomando en cuenta que se espera un crecimiento de la economía cercano a su potencial, se estima que las condiciones cíclicas de la economía permanecerán en niveles similares a los actuales.

Empleo: De manera congruente con la evolución reciente de la economía y las previsiones para el crecimiento, los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2018 y 2019 se mantienen sin cambio con respecto al Informe previo. Así, para 2018 se prevé que se observe un aumento de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo, mientras que para 2019 se espera un incremento de entre 690 y 790 mil plazas.

Cuenta Corriente: Para 2018 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 1.1 y 2.1 por ciento del PIB, respectivamente (13.7 y 25.9 miles de millones de dólares, en el mismo orden), que se comparan con los previstos en el Informe anterior de 1.0 y 2.1 por ciento del PIB (13.1 y 25.9 miles de millones de dólares, en el mismo orden). Para 2019 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 1.2 y 2.3 por ciento del PIB, respectivamente (15.0 y 30.5 miles de millones de dólares, en el mismo orden), los cuales se comparan con los publicados en el Informe previo de 1.1 y 2.3 por ciento (14.5 y 30.6 miles de millones de dólares, en el mismo orden).

Entre los riesgos a la baja para la actividad económica destacan:

- i. Que se postergue la renegociación del TLCAN, o bien que esta no resulte favorable para el sector productivo mexicano. En particular, un acuerdo que conduzca a un nuevo esquema de relaciones comerciales que afecte la formación de cadenas globales de valor podría incidir no sólo en el crecimiento de corto plazo, sino incluso en el potencial de expansión de largo plazo.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, o de otros factores que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que se presente volatilidad en los mercados financieros nacionales asociada al proceso electoral en México.
- iv. Que la competitividad de la economía mexicana se vea afectada por diversos factores, externos o internos, como lo son la reducción tributaria a empresas en Estados Unidos y los problemas de inseguridad pública en nuestro país.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento sobresalen:

- i. Que se resuelva la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN, de modo que se reactive la inversión, posiblemente incluso en sectores antes no incluidos en el tratado.
- ii. Que la implementación de las reformas estructurales produzca resultados superiores a los esperados. Al respecto, cabe señalar que ya se han observado algunos avances, tales como los resultados favorables de las rondas de licitación

de las áreas de exploración y extracción de hidrocarburos, los cuales se espera redunden en una mayor inversión en los próximos años y en incrementos en la producción en el mediano plazo.

Al respecto, si bien el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado ligeramente como reflejo de la moderación de algunos de los riesgos más adversos y de la reactivación de la economía observada en el último trimestre de 2017, este sigue sesgado a la baja. Por otro lado, cabe destacar que la trayectoria negativa que la inversión ha mostrado por varios años, en conjunto con la atonía que podría mantener hacia adelante, apunta a riesgos a la baja para el crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

Inflación: Considerando el comportamiento reciente de la inflación, la evolución de sus determinantes, la postura de política monetaria actual y el horizonte en el que esta opera, se prevé que la inflación general continúe disminuyendo, aproximándose a lo largo del año hacia el objetivo de 3.0 por ciento y alcanzándolo en el primer trimestre de 2019, ubicándose cerca del objetivo durante el resto del año. El retraso en esta trayectoria está asociado, en parte, a los efectos aritméticos que tendrán los incrementos de los precios de algunos energéticos y frutas y verduras que afectaron en los últimos meses la medición de la inflación no subyacente, así como a la posición cíclica de la economía, la cual podría estar afectando la velocidad a la que la inflación subyacente ha disminuido. Por lo que se refiere a la trayectoria esperada para la inflación subyacente, se prevé que continúe descendiendo gradualmente y alcance niveles cercanos a 3.0 por ciento en el primer trimestre de 2019, para consolidar su convergencia a dicho nivel durante el resto del año (Cuadro 1). Las previsiones anteriores consideran un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018, en la medida que no se repitan el tipo de choques que la afectaron el año anterior (Gráficas a y b).

Cuadro 1
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
Variación anual promedio trimestral en por ciento ^{1/}

	2018				2019			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
INPC								
Informe Actual	5.5	4.8	4.3	3.8	3.2	3.0	3.1	3.2
Informe Anterior	4.6	4.1	3.6	3.0	3.1	3.3	3.1	3.0
Subyacente								
Informe Actual	4.4	4.0	3.8	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0
Informe Anterior	4.2	3.9	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1

^{1/} El cálculo de la inflación anual para cada trimestre se obtiene al comparar el índice promedio del trimestre respecto al índice promedio del mismo trimestre del año anterior. Por ello, estas cifras pueden diferir del promedio simple de las inflaciones anuales de cada mes del trimestre correspondiente.
Fuente: Elaboración propia.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan, al alza:

- i. Que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria en los Estados Unidos, a condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales o a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018.

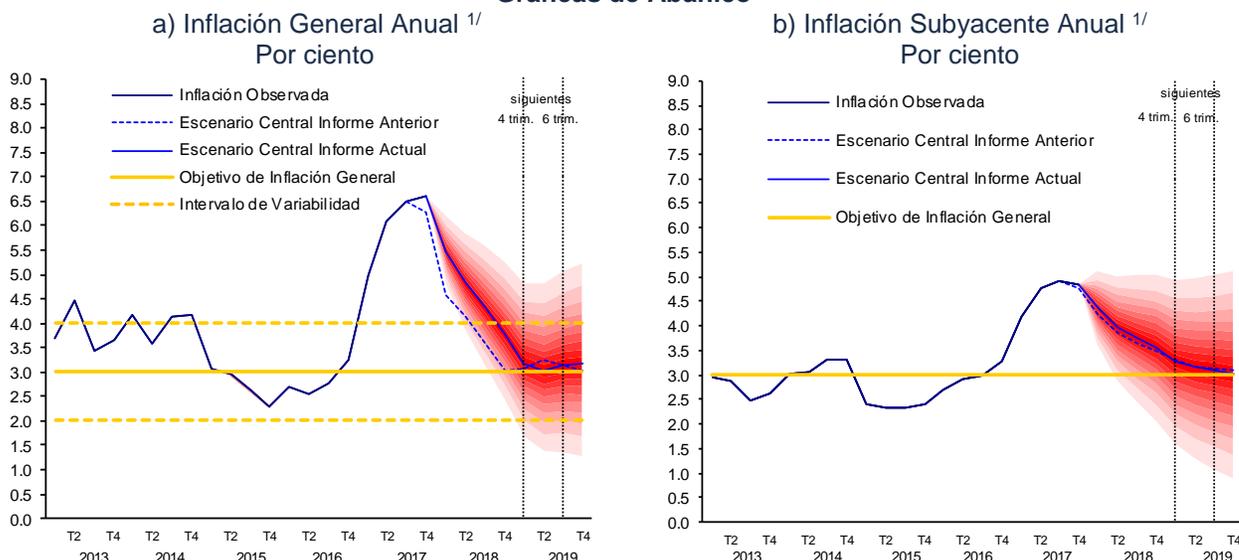
- ii. Que ocurran nuevos episodios desfavorables de choques en los precios de los bienes agropecuarios.
- iii. Que se presenten alzas importantes en los precios de algunos energéticos, debido a incrementos en sus referencias internacionales, o a la ausencia de competencia en algunos mercados.
- iv. Tomando en cuenta que la economía no presenta condiciones de holgura, especialmente en el mercado laboral, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación.

A la baja se encuentran:

- i. Que se aprecie la moneda nacional como consecuencia de que el resultado de las negociaciones del TLCAN sea favorable.
- ii. Que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado.

Respecto al balance de riesgos para la inflación, este mantiene un sesgo al alza asociado a los escenarios de riesgo antes descritos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre.

Gráficas de Abanico



1/ Promedio trimestral. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Promedio trimestral. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En el entorno antes descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará vigilando muy de cerca la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo el traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, de ser necesario la política monetaria actuará de manera oportuna y firme para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3 por ciento.

Las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, aunadas al cumplimiento de las metas fiscales en 2017 y al compromiso de hacerlo en 2018, así como a la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar posibles escenarios adversos. A lo anterior también contribuye la renovación anticipada de la Línea de Crédito Flexible que México tiene con el Fondo Monetario Internacional por dos años más, otorgada en reconocimiento de la solidez del marco macroeconómico del país. En el futuro, es crucial que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la implementación de todas aquellas acciones que propicien una mayor productividad, y que las autoridades correspondientes avancen hacia una consolidación sostenible de las finanzas públicas.

En este contexto, es importante reconocer que, hasta ahora, el reforzamiento del marco macroeconómico de la economía mexicana ha contribuido a que esta continúe creciendo a pesar de la severidad y simultaneidad de los diversos choques que ha enfrentado. No obstante, la economía mexicana sigue enfrentando riesgos en el corto y mediano plazos. Para atender los retos que podrían presentarse es fundamental que México adopte las medidas necesarias para lograr una asignación más eficiente de sus recursos e incrementar su capacidad productiva. A su vez, se deben propiciar acciones que promuevan una mayor productividad en la economía y que mejoren su competitividad, así como llevar a cabo esfuerzos para revertir la tendencia a la baja de la inversión y desarrollar su infraestructura. Adicionalmente, como se ha señalado en informes anteriores, es importante implementar reformas y acciones profundas que permitan contar con mejores condiciones de seguridad pública, de certeza jurídica y de competencia económica, lo cual redundará en mejores condiciones para la inversión y el crecimiento, en menor inflación, y en un mayor bienestar de la población.



BANCO DE MÉXICO

Febrero 2018

www.banxico.org.mx