

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Programa Monetario para 2019

1. Antecedentes

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que en el mes de enero de cada año este Instituto Central debe enviar tanto al Ejecutivo Federal como al H. Congreso de la Unión una exposición de los lineamientos a seguir en cuanto a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. En cumplimiento con dicha normatividad, el presente Programa Monetario expone las directrices a seguir para la conducción de la política monetaria durante 2019.

De acuerdo con la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, *“El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado”*. En congruencia con lo anterior, el Artículo 2 de la Ley del Banco de México establece que este Instituto Central tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional y que, en la consecución de esta finalidad, tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Es muy importante que la autoridad monetaria haga un uso responsable de la facultad de emitir dinero fiduciario, y que la cantidad de dinero que se ponga en circulación, así como la determinación de los términos y las condiciones bajo las cuales se da acceso a dicho dinero primario, sea congruente con el objetivo de mantener una inflación baja y estable. Además, es fundamental que el público tenga confianza en que la autoridad monetaria estará enfocada en cumplir el referido objetivo de estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, ya que de lo contrario la determinación de precios en la economía no sería congruente con la meta de la autoridad monetaria, lo que tiene importantes costos para la economía y la consecución del mandato constitucional referido.

Al respecto, es necesario establecer o definir qué implica procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Después de que el Banco de México adoptara formalmente en 2001 un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria y alcanzar sus metas de inflación, la Junta de Gobierno de este Instituto Central estableció que, a partir del año 2003, la meta permanente de inflación sería una variación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3%. Asimismo, definió un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta referida.¹ Esto último considerando que existe una amplia gama de factores que están fuera del control de la autoridad monetaria, que en el corto plazo pueden incidir sobre la evolución de la inflación. Así, el intervalo referido reconoce que la inflación puede presentar volatilidad como resultado de fluctuaciones en precios relativos, cuyo efecto sobre la inflación suele ser transitorio.

La importancia del mandato constitucional del Banco de México, se sustenta en la necesidad de evitar los costos económicos y sociales asociados con periodos de inflación alta y volátil, los cuales afectan negativamente a la inversión, el

¹ Para mayores detalles sobre la meta de inflación y el intervalo de variabilidad ver el Informe sobre la Inflación Abril-Junio de 2002.

crecimiento económico, la creación de empleos, los salarios reales y la distribución del ingreso. Entre los principales costos de la inflación, figuran los siguientes:

1. La inflación deteriora el poder adquisitivo de la moneda y conduce a una distribución del ingreso más desigual. La inflación reduce de manera directa el poder adquisitivo del dinero, por lo que puede verse como un impuesto que grava tanto los saldos y flujos monetarios, como los salarios. Así, aquellos hogares que mantienen o reciben una mayor proporción de ingresos en efectivo, terminan pagando una mayor proporción del impuesto. Por lo general, los estratos de la población con menores ingresos tienen un acceso más limitado al sistema financiero, por lo que son los que mantienen una mayor proporción de su riqueza en efectivo y, por ende, son más afectados por la inflación. Así, en un entorno inflacionario se genera mayor desigualdad.
2. La inflación afecta la asignación de recursos en la economía. En un entorno de inflación alta y volátil, las familias y las empresas enfrentan un mayor grado de incertidumbre para la toma de decisiones, al dificultarse la extracción de señales a partir del comportamiento de los precios relativos. Ello puede distorsionar los patrones de consumo, ahorro e inversión, y así propiciar una asignación ineficiente de recursos, lo que afecta la productividad en la economía. Adicionalmente, la mayor dificultad para comparar precios a lo largo del tiempo y entre distintos oferentes de cada producto en un entorno de alta inflación, mitiga la competencia en el sector comercial y reduce el poder de negociación de los consumidores en relación a los productores y oferentes de bienes y servicios en la economía.
3. La inflación afecta la planeación de largo plazo de los agentes económicos. Una inflación alta y volátil, al generar una mayor incertidumbre sobre el comportamiento de los precios en el futuro y, en consecuencia, sobre los flujos de efectivo esperados asociados con los proyectos de inversión, dificulta la evaluación de estos. Lo anterior propicia que se reduzcan los horizontes de planeación de los agentes económicos, lo que impacta en sus decisiones de inversión y ahorro. Esto último puede desalentar la ejecución de proyectos de elevado rendimiento social y disminuir el crecimiento potencial de la economía, así como la generación de empleos.
4. La inflación puede propiciar un proceso de desintermediación financiera. Uno de los sectores que se ve afectado significativamente por episodios inflacionarios es el financiero. Cuando la inflación es alta, el rendimiento de los instrumentos de ahorro puede no compensar los aumentos en precios, por lo que los agentes económicos prefieren evitar esta pérdida de poder adquisitivo y destinar sus recursos a otros fines, o bien canalizar sus recursos al sistema financiero internacional. Ello reduce la oferta de fondos que podrían destinarse a inversiones productivas nacionales.
5. Una mayor inflación conlleva un entorno de mayor incertidumbre, lo cual aumenta el costo real del crédito en la economía. Una inflación alta e incierta implica que un acreedor se arriesga a que, después de que otorga un crédito, se dé un cambio inesperado en la inflación que resulte en un

retorno real menor sobre su inversión. Ante este riesgo, incrementará el costo del financiamiento para compensar las posibles pérdidas. Así, uno de los costos más importantes de la inflación es el aumento en el costo real del crédito, resultado del mayor riesgo inflacionario al que se expone un acreedor. Dicho fenómeno afecta el crédito al sector privado ya sea que este se destine a la inversión o al consumo, tiene un efecto particularmente importante sobre el financiamiento hipotecario, y también afecta el costo del financiamiento del sector público. Lo anterior repercute en los niveles de inversión, la creación de empleos y en el crecimiento económico.

6. Un entorno de alta inflación afecta a la estabilidad del sistema financiero. Cuando la economía enfrenta un entorno de inflación alta y volátil, el riesgo de crédito, tanto de empresas como de hogares, se incrementa y se hace más difícil de identificar. Esto suele traducirse en mayores incumplimientos de crédito, o incluso puede propiciar dificultades financieras en algunos intermediarios, las cuales, dependiendo del tamaño de dichos intermediarios y su relación con el resto del sistema, podrían tener repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Al considerar los costos que resultan de episodios inflacionarios, se puede concluir que procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es un objetivo que contribuye a crear un ambiente propicio tanto para las actividades productivas, como para promover condiciones más favorables para la creación de empleos, el crecimiento de los salarios reales y un mayor bienestar de la población. Un entorno de inflación baja y estable favorece incrementos en la productividad, un crecimiento económico más elevado y sostenido, así como una mejor distribución del ingreso. Por lo anterior, la mayor contribución que puede realizar un banco central para promover el desarrollo radica precisamente en alcanzar una inflación baja y estable.

En la medida que un banco central conduzca su postura de política monetaria con la finalidad de mantener una inflación baja y estable y evite desviaciones persistentes de la inflación respecto de su meta, contribuye decididamente a propiciar una mayor estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que al mantener de manera sostenida inflaciones bajas y estables, ello tiende a moderar las fluctuaciones de la actividad económica y del empleo, de tal modo que la producción de bienes y servicios se sitúe más cerca de su nivel potencial. En este sentido, es relevante destacar que al considerar las capacidades y limitaciones de la política monetaria, la evidencia internacional indica que esta tiene influencia clara sobre la inflación en el largo plazo, mientras que es ineficaz por sí misma para influir en variables reales, como el crecimiento y el empleo, en el largo plazo.² De no ser así, no habría economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que estas habrían podido resolver dicho problema mediante expansiones monetarias.

Aun cuando la estabilidad de precios es necesaria para el desarrollo de la economía, por sí sola no es suficiente. Para generar un crecimiento elevado y sostenido también es necesario un entorno de finanzas públicas sanas y sostenibles, así como un arreglo institucional que conduzca a una estructura de

² Ver el Recuadro 5 "Política Monetaria y Actividad Económica" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

incentivos que promueva mejoras en la productividad, acumulación de capital físico y humano y, en general, una mayor competitividad de la economía en su conjunto.

2. Consideraciones generales sobre la conducción de la política monetaria

El Banco de México conduce la política monetaria a través de un esquema de objetivos de inflación, que se caracteriza por el reconocimiento de la estabilidad de precios como su objetivo fundamental, el anuncio de un objetivo explícito de inflación, un elevado nivel de transparencia y una estrategia de comunicación clara con el público, así como por contar con mecanismos de rendición de cuentas. Cabe subrayar que bajo este régimen, la política monetaria opera, entre otros canales, a través de su influencia en las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual redundará en una mayor efectividad.

En el proceso antes descrito, la conducción de la política monetaria debe operar de manera continua para alcanzar y mantener una inflación baja y estable, y evitar desviaciones persistentes de la inflación respecto de su meta. Al respecto, hay claros e importantes beneficios cuando los agentes económicos confían que la inflación se mantendrá alrededor de la meta del banco central, ya que en este caso, su mejor respuesta al tomar decisiones de ahorro, inversión, consumo y determinación de precios, es considerar como inflación esperada, la referida meta.

En efecto, cuando la política monetaria se enfoca en mantener un ambiente de inflación baja y estable, y el banco central comunica de manera clara la evolución de los determinantes de la inflación y sus implicaciones para la política monetaria, así como sus decisiones y planes, se contribuye a fortalecer la credibilidad y confianza en su compromiso de mantener la estabilidad de precios. Cuando un banco central goza de credibilidad y los agentes económicos tienen confianza en que este ajustará su postura monetaria ante los choques que pudieran desviar de manera sostenida la inflación de su objetivo, sus expectativas de inflación suelen estar mejor ancladas a dicho objetivo. Lo anterior induce una mayor congruencia entre las expectativas de inflación de los agentes económicos en el proceso de formación de precios y la meta de inflación, lo que reduce los costos para alcanzar dicha meta y, en consecuencia, genera ganancias en eficiencia para la autoridad monetaria.

En general, las acciones de política monetaria, que se instrumentan mediante la definición de un objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, influyen sobre la demanda y la oferta agregadas y, en última instancia, sobre la inflación, a través de diversos canales que operan simultáneamente y que en su conjunto, constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre los principales canales figuran: i) el canal de tasas de interés; ii) el canal de crédito; iii) el canal de precios de los activos; iv) el canal de tipo de cambio; v) el canal de toma de riesgos; y vi) el canal de expectativas de inflación.³ La mayoría de estos operan principalmente mediante sus efectos sobre la demanda agregada, si bien algunos, como es el caso del canal del tipo de cambio y el de las expectativas de inflación, también influyen mediante su efecto en la determinación de precios por parte de los agentes económicos, es decir, sobre la oferta agregada.

³ Para una explicación detallada de los principales canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ver el Programa Monetario para 2013.

Considerando que las acciones de política monetaria, a través de los canales referidos, inciden con cierto rezago sobre la economía y, a su vez, sobre la inflación, el Banco de México toma sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de las perspectivas de las mismas variables en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Cabe subrayar que en este proceso los pronósticos de inflación tienen un papel de gran importancia. En este sentido, destaca que desde el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, publicado el 28 de febrero de 2018, este Instituto Central publica los pronósticos puntuales de las variaciones anuales promedio trimestrales para la inflación para los siguientes ocho trimestres. De esta manera, el Banco de México provee una referencia para evaluar la trayectoria observada de la inflación con respecto de sus previsiones. Las posibles desviaciones son analizadas y tienen gran relevancia en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

En el Informe Trimestral Abril-Junio 2018 se describieron las principales características de un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos.⁴ En términos generales, este régimen se define como un esquema en el que el banco central determina la postura de política monetaria de tal manera que los pronósticos de inflación que resultan de esta sean congruentes con el cumplimiento de su mandato, considerando el horizonte en que opera la política monetaria. Así, cuando la trayectoria pronosticada para la inflación se desvía de la meta de inflación, el banco central evalúa la naturaleza, magnitud y persistencia previstas de los choques y, en caso de ser necesario, ajusta la postura de política monetaria. En este sentido, dichos pronósticos constituyen una referencia explícita de los efectos esperados del manejo de la política monetaria y facilitan la evaluación por parte del público.

En este contexto, los pronósticos de inflación de la autoridad monetaria pueden interpretarse como un “objetivo intermedio”, es decir, como un objetivo que no es un fin en sí mismo, pero que orienta la conducción de la política monetaria para que la trayectoria de inflación pronosticada por el banco central sea congruente con la meta de inflación. En particular, el pronóstico de inflación del banco central tiene características propias de un objetivo intermedio: i) está altamente correlacionado con la inflación futura y el cumplimiento de la meta; ii) se tiene un mayor control sobre este que sobre la inflación que habrá de observarse en el futuro; y iii) su publicación lo hace ampliamente visible al público y facilita la evaluación de la conducción de la política monetaria.

Tomando en cuenta las consideraciones anteriores, la manera en que el Banco de México usa los pronósticos de inflación en el proceso de decisión de la política monetaria bajo un esquema de este tipo puede ser descrita conceptualmente con las siguientes etapas:

1. A partir de una postura de política monetaria (por ejemplo la correspondiente a la decisión inmediata anterior), se elabora un nuevo pronóstico de inflación considerando la nueva información disponible.

⁴ Ver el Recuadro 5 “Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos” del Informe Trimestral Abril-Junio 2018.

2. Si el nuevo pronóstico de inflación cumple con el criterio que estableció el Instituto Central para la convergencia de la inflación a su meta, entonces la postura de política monetaria se mantiene sin cambio.
3. Si el nuevo pronóstico de inflación no cumple con el criterio referido entonces, considerando la naturaleza, magnitud y persistencia prevista para los nuevos choques que están afectando a la inflación y las condiciones cíclicas de la economía, el Instituto Central evalúa el horizonte específico en el que la inflación podría ubicarse en su meta, propiciando un ajuste ordenado en la economía. En particular, evalúa la postura de política monetaria que se necesitaría para alcanzar la meta bajo las nuevas condiciones.
4. Finalmente, de ser el caso, se publica el nuevo pronóstico de inflación y se explica en detalle las razones detrás de las modificaciones en los pronósticos, del cambio en la fecha en que se estima que la inflación se ubicaría en su meta y de la manera en que se considera que la postura adoptada de política monetaria contribuiría a este propósito.

Es importante señalar que la literatura sugiere que en un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos, los participantes en los mercados y el público en general disponen de más elementos para dar seguimiento y evaluar la conducción de la política monetaria. Ello puede contribuir a una mayor credibilidad en las acciones y el cumplimiento de las metas del banco central y, a su vez, conducir a un mejor anclaje de las expectativas de inflación. El régimen referido implica el uso de modelos tanto para pronosticar la inflación, como para analizar los efectos de la política monetaria sobre la economía y, en particular, sobre la inflación. Si bien dichos modelos son útiles para la conducción de la política monetaria, al ser una representación simplificada de la economía, no consideran aspectos de la realidad que bajo ciertas circunstancias pueden ser relevantes para las decisiones de política monetaria. Ello sucede en mayor medida en las economías emergentes, las cuales usualmente enfrentan mayores fuentes de incertidumbre y distorsiones que las economías avanzadas. En este sentido, las decisiones de política monetaria deben considerar un amplio rango de elementos que no siempre están adecuadamente capturados en los modelos que se utilizan para hacer los pronósticos sobre la economía y la inflación.

Por último, es importante enfatizar que la transparencia en cuanto al proceder de un banco central es esencial para generar confianza y credibilidad respecto a sus acciones y poder cumplir con su mandato de estabilidad de precios. En este sentido, con el objeto de continuar avanzando en la adopción de mejores prácticas en la estrategia de comunicación de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció el 30 de abril de 2018 diversas modificaciones a su estrategia de comunicación: a) las Minutas de las Decisiones de Política Monetaria incluyen la identidad de los votantes y en caso de disenso en la votación, se añade una explicación de las razones; b) las transcripciones de las reuniones de la Junta de Gobierno en las que se toma la decisión de política monetaria se pondrán a disposición del público tres años después de la reunión correspondiente; c) el Comunicado de Prensa sobre el Anuncio de la Decisión de Política Monetaria, así como las Minutas correspondientes, se publican en español e inglés de manera simultánea en las fechas correspondientes; y d) se publican los discursos y las presentaciones públicas de los miembros de la Junta de Gobierno. Los materiales

asociados a dichas participaciones se ponen a disposición del público en la página web del Banco de México a más tardar dos días hábiles después del evento.

3. Consideraciones para la conducción de la política monetaria en 2019

Durante los últimos años, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno complejo, en el que la economía nacional ha enfrentado una secuencia de choques adversos, que han implicado desde finales de 2014 una mayor restricción de financiamiento externo. Entre los referidos choques, destacan los efectos de una disminución en los términos de intercambio, principalmente a partir de la segunda mitad de 2014 por la caída en los precios internacionales del petróleo, lo que, junto con la trayectoria decreciente de la plataforma de producción de petróleo, que se acentuó a partir de esa fecha, condujo a un marcado deterioro de la balanza comercial petrolera, que en 2015 pasó de ser superavitaria a deficitaria.⁵ Aunado a lo anterior, la economía mexicana también se ha visto afectada considerablemente por la incertidumbre sobre el futuro de la relación comercial con Estados Unidos y Canadá, así como por el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal y sus repercusiones sobre los mercados financieros internacionales y, en particular, sobre las economías emergentes. En este contexto, los flujos de recursos financieros provenientes del exterior han disminuido significativamente, al pasar de 4.1% del PIB en promedio en 2013 y 2014, a 1.3% en promedio entre 2015 y el tercer trimestre de 2018.

El ajuste de la economía mexicana ante el entorno descrito, implicó no solo reducir el déficit en cuenta corriente, de manera que este fuera congruente con la menor disposición de recursos financieros del exterior.⁶ También requirió llevar a cabo una significativa recomposición en las cuentas externas. En dicha recomposición México pasó de tener una balanza comercial petrolera superavitaria y una balanza comercial no petrolera deficitaria, situación que se había observado desde los años ochenta cuando se inició la apertura de la balanza comercial en sus componentes petrolero y no petrolero, a registrar una con los signos contrarios en 2017 y 2018. El ajuste descrito resultaba complejo, ya que ante la dificultad para revertir el comportamiento de la balanza comercial petrolera, requería de un ajuste significativo en la balanza comercial no petrolera. Al respecto, la respuesta de la propia economía para lograr lo anterior fue mediante una depreciación del tipo de cambio real, que modificó los precios relativos entre bienes comerciales y no comerciables.⁷

En un entorno como el descrito, uno de los mayores retos para la conducción de la política monetaria fue evitar que se viera afectada la formación de precios y las expectativas de inflación. En este sentido, era necesario propiciar que el ajuste de la economía ocurriera de manera ordenada, con un importante cambio en precios

⁵ En 2014 la balanza petrolera registró un superávit de 888 millones de dólares (md), para posteriormente registrar saldos deficitarios de 10,188 md en 2015, 12,741 md en 2016 y 18,309 md en 2017. Asimismo, de enero a noviembre de 2018, la balanza petrolera registró un déficit de 21,341 md.

⁶ El déficit de la cuenta corriente pasó de 2.58% del PIB en 2015, a 1.64% en 2017. Para los tres primeros trimestres de 2018, este se ubicó en 1.86% del PIB.

⁷ Entre julio de 2014 y enero de 2017 el tipo de cambio real bilateral entre México y Estados Unidos experimentó una depreciación de 52%, mientras que de julio de 2014 a diciembre de 2018 se depreció 35%. Como referencia, durante la crisis financiera internacional el tipo de cambio real se depreció 36% entre agosto de 2008 y marzo de 2009, mientras que durante la crisis financiera de mediados de los 90s se depreció 83% entre febrero de 1994 y marzo de 1995.

relativos, y sin que este propiciara efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. Asimismo, desde un punto de vista macroeconómico, el ajuste requirió de medidas que permitieron compensar los menores recursos externos con mayores recursos internos y reducir la absorción de recursos por parte del sector público.

La respuesta de política macroeconómica ante el entorno descrito consistió en mejorar la postura de finanzas públicas y restringir la postura de política monetaria. En cuanto a la política fiscal, esta ha implicado una menor absorción de recursos financieros por parte del sector público, liberando recursos para el sector privado.⁸ Al respecto, cabe destacar que como parte de las acciones para fortalecer las finanzas públicas, en enero de 2017 se presentó un importante aumento en los precios de diversos combustibles, lo cual introdujo presiones inflacionarias de consideración en un entorno de una importante depreciación del tipo de cambio real. Respecto de la política monetaria, destaca que los ajustes en la tasa de referencia llevados a cabo por el Instituto Central desde diciembre de 2015 a la fecha llevaron al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de un nivel mínimo de 3.0% a uno de 8.25% en la actualidad. Dichas acciones han buscado hacer frente a las presiones inflacionarias y al deterioro en su balance de riesgos, y han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Además, han inducido una reasignación intertemporal de gasto de los agentes económicos, incentivando el ahorro, en especial en instrumentos a plazo, dado el mayor costo de oportunidad de mantener efectivo y otros instrumentos líquidos. Todo ello también ha desempeñado un papel fundamental en mantener el atractivo de la economía como destino de inversión entre los mercados emergentes, tanto en el mercado de renta fija como en el de renta variable. Así, la política monetaria ha contribuido a mitigar los efectos de la mayor restricción de financiamiento externo y a propiciar un ajuste ordenado de la economía, la cual habrá registrado un crecimiento promedio de 2016 a 2018 estimado en alrededor de 2.4%, cifra cercana al potencial.⁹

Durante 2018, la economía mexicana siguió enfrentando un entorno de marcada incertidumbre asociada a factores globales y a otros más directamente relacionados con la economía nacional. Entre los factores externos, figuraron las tensiones comerciales a nivel global, el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos, así como diversos riesgos políticos y geopolíticos. Respecto de los factores que tienen una incidencia más directa sobre la economía mexicana, destacó la incertidumbre asociada al proceso electoral y sobre el futuro de la relación comercial de México con Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, esta última fuente de incertidumbre disminuyó en la segunda mitad del año, resultado del anuncio de un nuevo acuerdo comercial en Norteamérica.

Por otro lado, durante buena parte del último trimestre de 2018 los mercados financieros nacionales mostraron alta volatilidad, especialmente asociada a elementos de incertidumbre interna, que propiciaron una depreciación del tipo de cambio, y un aumento en las tasas de interés de largo plazo y en las primas de riesgo en general. Inclusive, un par de agencias calificadoras cambiaron la

⁸ En particular, el flujo de financiamiento al sector público entre 2014 y 2016 fue de 3.9% del PIB en promedio, en tanto que dicha cifra fue de 1.9% del PIB entre 2017 y el tercer trimestre de 2018 en promedio. Por su parte, el financiamiento al sector privado pasó de promediar un flujo de 2.9% del PIB entre 2014 y 2016 a 3.4% del PIB en 2017 y 2018 (al tercer trimestre).

⁹ Ver el Recuadro 1 "Crecimiento Económico Productividad" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

perspectiva de la calificación soberana de estable a negativa. Entre los factores que propiciaron el ajuste en los mercados destaca por su importancia el anuncio de la nueva administración de su intención de cancelar el Proyecto del Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México y la incertidumbre asociada a algunas iniciativas legislativas y al futuro de Pemex. Al respecto, hacia finales del año y principios de 2019 mejoró el desempeño de los mercados nacionales, incluido el cambiario. Esto, una vez que se dio a conocer el Paquete Económico para 2019 presentado al H. Congreso de la Unión, el cual considera un escenario macroeconómico prudente para la economía nacional. A ello también han contribuido de manera significativa algunos acontecimientos recientes en el ámbito externo, en el sentido que se ha venido consolidando la expectativa de menores incrementos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, lo que ha dado lugar a una reciente depreciación del dólar frente a una canasta amplia de divisas y a menores presiones sobre las condiciones de financiamiento en las economías emergentes.

En cuanto a la actividad económica en México, se estima que para 2018 en su conjunto esta haya mostrado un ritmo de crecimiento similar al registrado el año previo, si bien con una evolución heterogénea a lo largo del año y mostrando cierta desaceleración hacia finales del mismo.¹⁰ En particular, luego del crecimiento reportado en el tercer trimestre del año, se anticipa que en el cuarto se haya desacelerado. En este contexto, se estima que las condiciones de holgura en la economía se fueron relajando a lo largo de 2018, registrando niveles relativamente menos estrechos que los observados a principios del año.

Por su parte, la inflación general, después de haberse ubicado al final de 2017 en 6.77%, su nivel más elevado desde mayo de 2001, mostró una disminución durante los primeros cinco meses de 2018. Sin embargo, a partir de junio la inflación general se vio afectada por incrementos en el componente no subyacente asociados principalmente con aumentos mayores a los previstos en los precios de los energéticos. Lo anterior contribuyó a que este componente se haya mantenido en niveles elevados por un periodo prolongado. Asimismo, la evolución de la inflación subyacente, que había venido mostrando una tendencia descendente de acuerdo con lo anticipado, también se vio afectada por los choques en precios relativos referidos, a través de los efectos indirectos que estos han tenido sobre los costos de diversos productos y servicios. Ello, aunado a otros factores, tales como el comportamiento del tipo de cambio, la ausencia de holgura en la economía y la evolución de los salarios reales, contribuyó a que dicho subíndice mostrara una clara resistencia a disminuir.

Ante la evolución de la inflación y sus determinantes, el Banco de México ajustó su postura de política monetaria. Durante 2018 la tasa de referencia paso de 7.25% a 8.25% como respuesta a la magnitud de los choques que afectaron a la inflación a lo largo del año y al deterioro en su balance de riesgos, lo cual condujo a desviaciones considerables de la inflación respecto al ritmo de convergencia esperado. En efecto, a finales de 2017 los pronósticos publicados por el Instituto Central indicaban que la inflación general anual se ubicaría en la meta permanente de 3% en el último trimestre de 2018. Asimismo, se anticipaba que se mantendría alrededor de ese nivel durante 2019, situándose, al igual que la inflación

¹⁰ La expectativa de crecimiento del PIB para 2018 publicada en el Informe Trimestral, Julio – Septiembre 2018 es de que, en su conjunto, el PIB habrá crecido entre 2.0% y 2.4%.

subyacente, en 3% en el cuarto trimestre de este último año. No obstante, ante la magnitud de los choques antes descritos, la inflación general anual se desvió considerablemente de la trayectoria prevista, y alcanzó 4.8% durante el cuarto trimestre de 2018. Es en este contexto que el Banco de México fue ajustando la tasa de referencia, con la finalidad de mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, y contribuir a la convergencia de la inflación a su meta en el plazo en el que opera la política monetaria. Al respecto, de acuerdo con los pronósticos publicados en el último Informe Trimestral, y considerando las acciones de política monetaria adoptadas, se prevé que la inflación general se sitúe en 3.4% y la subyacente en 3.1% en el cuarto trimestre del presente año. Es importante señalar que la inflación subyacente, al reflejar de mejor manera las presiones sobre la inflación asociadas al comportamiento del ciclo económico, es una buena guía para la conducción de la política monetaria. Finalmente, se anticipa que la inflación general se ubicaría alrededor de la meta de 3% en el primer semestre de 2020.

Para 2019 se prevé que la economía mexicana seguirá enfrentando un panorama complejo. En el plano internacional se han venido revisando a la baja las previsiones para el crecimiento de la economía global y se anticipa que persistan los riesgos de un escalamiento de las disputas comerciales y de un menor apetito por riesgo en los mercados financieros globales. Asimismo, se prevé que continúen aquellos de naturaleza política y geopolítica. En cuanto a los riesgos asociados de manera más directa con la economía nacional, destaca que si bien el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá ha reducido uno de los factores de riesgo, aún está pendiente su ratificación. Aunado a lo anterior, prevalecen elementos de incertidumbre interna sobre la efectividad de las políticas públicas para dinamizar a la inversión, incrementar la productividad y propiciar mayor crecimiento.

Dada la complejidad del entorno actual las previsiones antes descritas para la inflación están sujetas a importantes riesgos. Entre los que se encuentran dentro del horizonte de pronóstico, destacan los siguientes: a) que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; b) que persistan presiones en los precios de los productos agropecuarios o que se den nuevos incrementos en los precios de los energéticos; c) que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; d) que se debiliten las finanzas públicas; y e) que los aumentos al salario mínimo, además de su posible impacto directo, propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con posibles presiones de precios y afectaciones al empleo formal. En adición a lo anterior, dados los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que ante la posible presencia de choques adicionales que presionen a la inflación, se presenten efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. En este contexto, en el último comunicado de la decisión de política monetaria de 2018 se consideró que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para

estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Tomando en cuenta los retos que se enfrentan para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno conducirá la postura de política monetaria de tal manera que la tasa de referencia se ubique en niveles congruentes con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Finalmente, cabe señalar que el entorno actual presenta importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y la formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas, reforzando la transparencia y la rendición de cuentas.