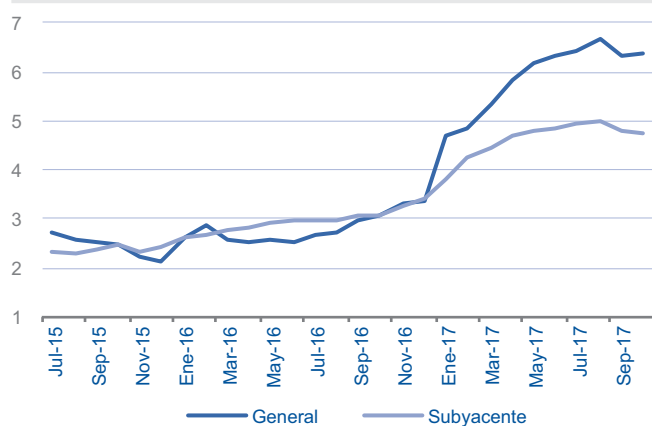


5. La inflación está ya disminuyendo como preveíamos

Después de exhibir una tendencia alcista durante catorce meses consecutivos, la inflación general alcanzó su nivel máximo en agosto (6.7%) y tuvo un punto de inflexión en septiembre (6.35%), como anticipamos desde inicios de año. Así, la inflación anual pasó de un promedio de 4.98% en el primer trimestre de 2017 a uno de 6.10% en el segundo, y uno de 6.48% en el tercero. En octubre aumentó marginalmente (a 6.37%), principalmente por un fuerte e inesperado aumento en los precios del gas LP: de 7.4% mensual con una incidencia en la inflación general de 0.14pp. De no haberse dado este sorpresivo aumento, la inflación anual habría disminuido a 6.2%. En otras palabras, el pequeño rebote en octubre no supone una interrupción de la tendencia a la baja que inició en septiembre.

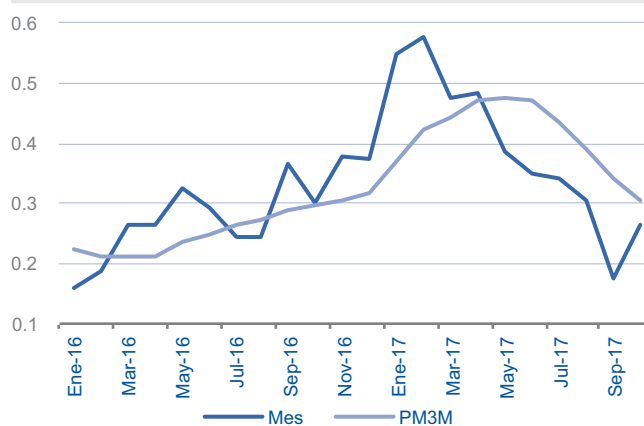
Por su parte, la inflación subyacente anual promedio pasó de 4.19% en 1T17, a 4.78% en 2T17 y 4.91% en 3T17. En octubre se ubicó en 4.77%. Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías aumentó 2.5 pp entre diciembre de 2016 y agosto de 2017 (de 4.05% a 6.51%). Ambos subíndices de este componente mostraron aumentos relevantes en el mismo lapso, al subir de 4.40% a 7.57% en el caso del de alimentos y de 3.76% a 5.63% en el de las mercancías no alimenticias. Por su parte, el índice de servicios, si bien a menor ritmo, también aumentó en el mismo lapso, de 2.92% a 3.72%. En los últimos dos meses (septiembre-octubre), la inflación subyacente ha mostrado una tendencia de disminución al moderarse de su máximo reciente de 5.0% a 4.8%. Al interior de ésta, la inflación de las mercancías se moderó de 6.5% a 6.0% entre agosto y octubre. El componente más relacionado con el traspaso del tipo de cambio a las mercancías, el de las mercancías no alimenticias, ha mostrado una disminución durante los últimos cuatro meses y en octubre se ubicó en 5.3% (comparado con 5.9% en junio). La de los alimentos se moderó de 7.6% a 6.7% entre agosto y octubre. Por su parte, si bien la inflación de los servicios no exhibe una moderación, ha fluctuado en un rango estrecho de entre 3.6% y 3.7% en los últimos cinco meses.

Gráfica 5.1 Inflación general y subyacente
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI

Gráfica 5.2 Inflación subyacente desestacionalizada
Var. % mensual



Fuente: BBVA Research, INEGI

En suma, tanto la inflación general como la subyacente comenzaron a moderarse en septiembre (véase gráfica 5.1). El cambio de tendencia de la inflación obedece principalmente al gradual desvanecimiento de uno de los dos principales choques a los que estuvo expuesta, i.e., la considerable depreciación adicional del peso ante el resultado de las elecciones en EE.UU. que provocó un aumento en el ritmo de *pass-through* a las mercancías. De hecho, tanto la estacionalidad de la inflación subyacente como efectos base impiden apreciar en toda su magnitud la tendencia de moderación de la inflación subyacente. Eliminando la estacionalidad en la serie de la inflación subyacente se observa con mayor claridad la tendencia de disminución de los últimos meses (véase gráfica 5.2). En términos mensuales, la inflación subyacente alcanzó su mayor ritmo de aumento en febrero, justo un mes después de que el tipo de cambio alcanzó su nivel máximo de 22.0ppd, y en un momento en que no se preveía una apreciación del peso como la que terminó dándose. Desde entonces, el aumento mensual ajustado por estacionalidad ha venido moderándose e incluso en los últimos meses muestra aumentos mensuales de entre 0.2 y 0.3%, consistentes con una inflación subyacente evolucionando en línea con un aumento anualizado en torno a 3.0%. La gráfica 5.3, muestra de forma aún más evidente la tendencia de moderación de la inflación subyacente. Como se observa en las gráficas 5.2 y 5.3, el comportamiento de la inflación subyacente mensual ajustada por estacionalidad revela que, una vez descontados los efectos estacionales, la tendencia comenzó a dar signos de estabilización en 2T17 que se han acentuado en los últimos meses.

En contraste, la inflación no subyacente no exhibe una tendencia de moderación. La tasa anual se ha mantenido por encima de 11.0% en los últimos cinco meses. Esta tendencia responde principalmente a dos choques: uno de precios agrícolas que mostró aumentos importantes (de 1.7% mensual en promedio) entre marzo y agosto, y un segundo de precios energéticos en los últimos tres meses por un aumento en los precios de la gasolina y el inesperado incremento de los precios del gas LP en octubre. Con todo, es importante resaltar el cambio de tendencia de la inflación general en un contexto en el que se han enfrentado estos choques adicionales en los últimos meses.

El destacable cambio de tendencia de la inflación en un contexto de choques de oferta adicionales sobre los precios ha sido posible también por la estabilidad de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que han permanecido alrededor de 3.5%. Lo anterior ha sido posible por la recuperación del peso (que generó la expectativa de que el ritmo de *pass-through* tendería a disminuir, expectativa que se ha materializado como mostramos anteriormente), por las acciones de política monetaria del Banco de México (ie, el aumento de la tasa monetaria de 3.0% a 7.0% entre diciembre de 2015 y junio de 2017) que reforzaron la perspectiva de que el aumento de la inflación sería temporal y evitaron un desanclaje de las expectativas de inflación que provocara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, y por la la rigidez de los salarios nominales que se traduce en contracciones del salario real que evitan presiones generalizadas sobre los precios. Así, si bien la inflación ha seguido enfrentando choques adicionales a lo largo del año, un bajo *pass-through* a la inflación general, derivado principalmente de la ausencia de efectos de segundo orden, y el fin del recorrido del *pass-through* a la inflación subyacente seguirá traduciéndose hacia delante en una tendencia a la baja de la inflación.

La inflación continuará exhibiendo una tendencia a la baja que se acentuará a partir de enero de 2018

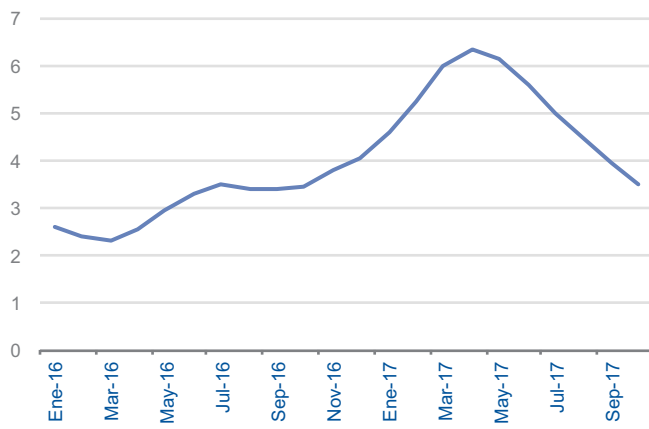
Anticipamos que durante lo que resta de 2017 tanto la inflación general como la subyacente continuarán exhibiendo una tendencia a la baja (véase gráfica 5.4). El aumento mayor al anticipado hace unos meses de los precios energéticos provocará una disminución menor de la inflación general que de la subyacente hacia el cierre del año. Para la primera anticipamos un nivel de 6.2% en diciembre (-0.2pp menor al de octubre), mientras que para la segunda prevemos un descenso a 4.5% (-0.3pp comparado con el nivel actual).

En enero de 2018, un efecto base de comparación muy favorable, al disiparse el aumento de los precios energéticos en enero de 2017 por la liberalización de los precios de la gasolina y el gas LP, permitirá un descenso de la inflación general de 1.3pp a 4.9% y prevemos que la tendencia a la baja continuará en los meses subsecuentes para que la inflación cierre 2018 por debajo de 4.0% (en 3.7%), dentro del rango objetivo del banco central.

Los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero son moderados

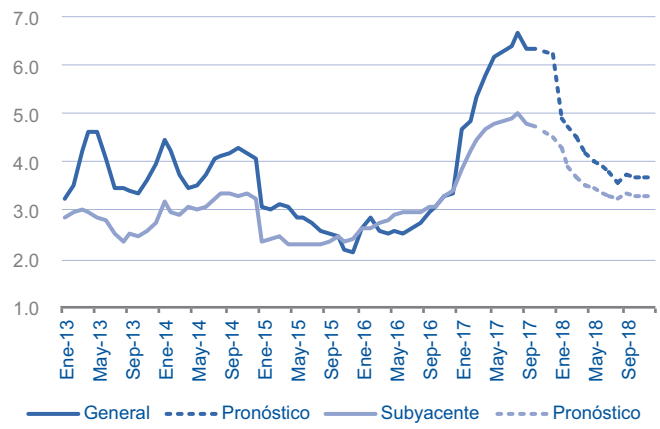
Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza, y recientemente el balance de riesgos se ha deteriorado y ahora parecen un poco más sesgados al alza principalmente por los riesgos de ruptura del TLCAN que provocarían una depreciación adicional del peso. No obstante, consideramos que el nivel actual del tipo de cambio (19.0ppd) tiene incorporado la mayor parte de este riesgo por lo que la depreciación adicional en caso de materializarse sería moderada (en torno a 5% a 20.0ppd). Dicha depreciación no debería provocar *pass-through* relevante sobre las mercancías si consideramos que el ritmo más intenso de este traspaso se observó cuando el tipo de cambio alcanzó niveles de 22.0ppd y no hubo una moderación en los precios tras la apreciación del peso observada en los meses subsecuentes. Ya en el número del 3T17 del Situación México señalábamos como principal riesgo al alza un posible regreso de la debilidad del peso si se anticipara que el proceso de renegociación del TLCAN llevaría a cambios sustanciales en la relación comercial entre México y EE.UU., como ha ocurrido desde fines de septiembre. Por su parte, los principales riesgos a la baja son una posible apreciación significativa del peso (hacia niveles en torno a 17.0ppd) si el proceso de renegociación del TLCAN concluyera con éxito, un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones en los precios energéticos internacionales.

Gráfica 5.3 Inflación subyacente desestacionalizada
Var. % 3m/3m anualizada



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

Gráfica 5.4 Perspectivas de inflación BBVA Bancomer
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI

Banxico será cauteloso en los próximos meses, las bajadas de tasas están aún lejos en el tiempo

Desde que Banxico hizo explícito el final del ciclo de subidas de tasas en junio pasado, las condiciones económicas se mantienen en buena medida consistentes con las razones en que fundamentó su decisión. La inflación tocó su punto máximo en agosto pasado y ha comenzado con su descenso, el cual se acentuará de manera significativa a partir de enero como lo comentamos en la sección anterior. La expectativa tanto de Banxico como de nosotros sigue siendo que la inflación continuará evolucionando de forma favorable. Los riesgos de observar efectos de segundo orden han continuado disminuyendo, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen ancladas. Si bien la reciente depreciación cambiaria ha generado un ligero repunte en las expectativas extraídas del mercado de renta fija, éstas se mantienen en niveles ligeramente por encima del 3.0%. Derivado también de esta reciente depreciación, la curva IRS descuenta un incremento adicional de la tasa de fondeo de 25 puntos base para el próximo año. No obstante, consideramos que este cambio en la expectativa del mercado podría ser temporal, pues descuenta en cierta medida una alta probabilidad de un escenario adverso respecto a la renegociación del TLCAN, el cual no es el escenario base al momento.

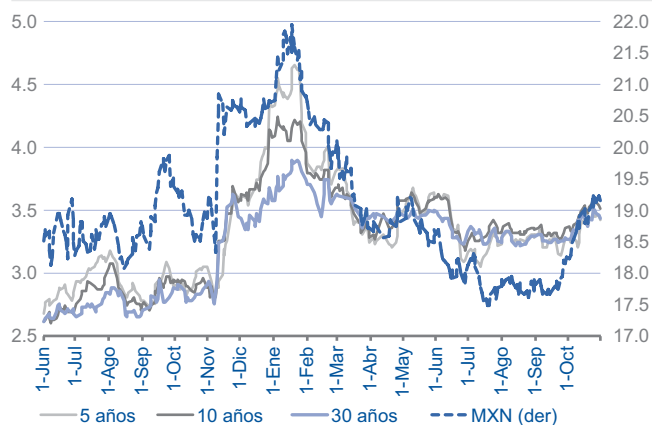
Así, si bien el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado por la reciente depreciación del peso y los riesgos de una depreciación adicional, cada vez resulta más claro que la inflación está evolucionando como lo anticipa el banco central y, en nuestra opinión, convergerá rápidamente al rango objetivo (de 3.0% +/- 1pp) en la primera mitad del 2018. Para dicha expectativa cabe destacar que en términos promedio a pesar de los niveles recientemente alcanzados por el tipo de cambio, éste aún se encuentra distante de los niveles alcanzados a principios del año. Durante el primer trimestre, el promedio alcanzó los 20.3 pesos, mientras que en los últimos tres meses el promedio se sitúa en 18.3 pesos. En resumen, los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero, en nuestra opinión, son moderados.

Por otro lado, si bien Banxico ha endurecido recientemente su comunicación reflejando el aumento de los riesgos de corto plazo, mantiene su postura de que las perspectivas de inflación para 2018 no han cambiado. Y es que, ante la reducción de la inflación, que como se mencionó, la tasa real de corto plazo se incrementará de forma sustancial en la primera mitad del próximo año (de los niveles actuales en torno a 0.6 pp, a 2.5 pp al cierre del primer trimestre de 2018 y a 3.0 pp al cierre del segundo), restringiendo la política monetaria, en un contexto de convergencia de la inflación con la meta, sin necesidad de incrementos adicionales de tasa nominal. Por ello, en nuestra opinión el tono más restrictivo que recientemente ha adoptado Banxico refleja principalmente su intención de mantener ancladas las expectativas de inflación.

Aunque seguimos esperando que el siguiente movimiento de las tasas sea a la baja, el contexto y la comunicación de Banxico dejan claro que éste aún está lejos en el tiempo

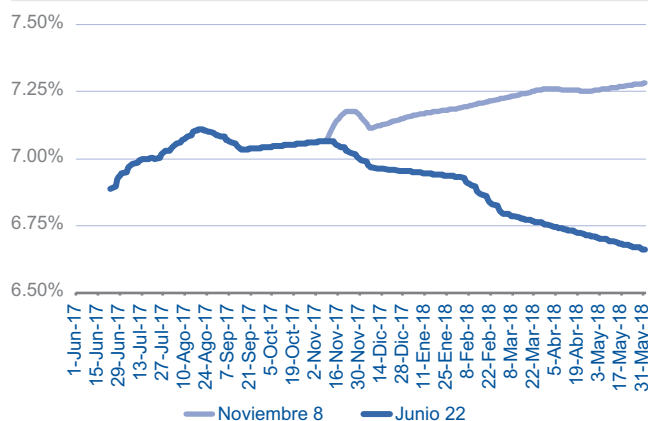
Si bien por el aumento de la tasa real en los primeros meses del año Banxico podría plantearse iniciar un recorrido gradual de sus tasas hacia el nivel neutral de 5.5%, los riesgos anticipan que preferirá ser cauteloso y extender la pausa monetaria por más tiempo, hasta que los riesgos del tipo de cambio se disipen. Además, el relevo al frente de Banxico supone también prudencia para cualquier cambio en las tasas en el futuro cercano. También, como comentamos en la sección del tipo de cambio, éste también podría verse presionado previo a las elecciones presidenciales de julio próximo. Por ello, consideramos que en el escenario más probable Banxico mantendrá una pausa monetaria hasta el tercer trimestre de 2018, fecha en la cual comenzará a reducir la tasa de referencia para alcanzar una reducción de hasta 100pb durante todo el próximo año. Cabe destacar que este escenario descansa en el supuesto de que no habrá un rompimiento del TLCAN, el cual sin duda es el principal factor de riesgo sobre el escenario económico.

Gráfica 5.5 Expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de renta fija gubernamental* (%)



*Nota: Las expectativas de mediano y largo plazo se ajustaron a la baja en 40 puntos base para reflejar la compensación por riesgo inflacionario.
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.6 Expectativas de la tasa de política monetaria implícitas en la curva IRS (%)



Nota: El pronóstico está elaborado con base en proyecciones propias de la tasa de política monetaria y la inflación.
Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".

Esta publicación ha sido elaborada por la unidad macro de México:

Economista Jefe

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez
ivan.martinez.2@bbva.com

Saidé A. Salazar
saidearanzazu.salazar@bbva.com

Arnulfo Rodríguez
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:
Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.hk

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

BBVA Research Mexico

Paseo de la Reforma 510
Colonia Juárez
C.P. 06600 México D.F.
Publicaciones:
Correo electrónico: bbvaresearch_mexico@bbva.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research
están disponibles en inglés y en español en:
www.bbvaresearch.com

Otras publicaciones:

