



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 66

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 28 de marzo de 2019



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: 27 de marzo de 2019.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Dr. Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.

Dr. Carlos Manuel Urzúa Macías, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Mtro. Arturo Herrera Gutiérrez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Elías Villanueva Ochoa, 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 (ver anexo).

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

Todos los miembros coincidieron en que los indicadores disponibles sugieren que el debilitamiento de la actividad económica mundial que se observó en la segunda parte de 2018 continuó a principios de este año, presentándose un menor dinamismo en la mayoría de las economías avanzadas y algunas emergentes. En este contexto, algunos añadieron que entre los principales factores de esta desaceleración se encuentra el efecto de las tensiones comerciales y de la imposición de aranceles entre Estados Unidos y China, que han afectado al comercio mundial y a la inversión. Uno de ellos también mencionó factores políticos e idiosincráticos persistentes. Otro destacó que la desaceleración de la economía global ha sido mayor a la anticipada. La mayoría reconoció que este entorno ha dado lugar a menores expectativas de crecimiento global para 2019, añadiendo uno que las proyecciones para 2020 también se revisaron a la baja. Al respecto, algunos miembros notaron que diversos indicadores oportunos y adelantados continúan mostrando debilidad, lo que anticipa una desaceleración importante en diversas regiones del mundo. No obstante, algunos sostuvieron que es posible esperar cierto repunte durante los próximos

trimestres, en la medida en que los factores transitorios que han afectado el dinamismo de algunas economías sigan disipándose, y las políticas de estímulo anunciadas en diversas economías comiencen a surtir efecto.

En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento global, todos indicaron que continúa sesgado a la baja y uno puntualizó que, a pesar de la aparente moderación en las últimas semanas de algunos de los factores de riesgo, otros se han agudizado de manera importante. La mayoría coincidió en que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China; ii) una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea; iii) un crecimiento de China menor al esperado; iv) una desaceleración más pronunciada a la anticipada en algunas economías debido a factores idiosincráticos; y, v) tensiones políticas y geopolíticas. Sobre el primero de estos riesgos, uno alertó que, a pesar de que las negociaciones parecen estar avanzando hacia la consecución de un acuerdo, el riesgo de retrocesos o episodios de agudamiento de las tensiones entre ambos países no ha desaparecido. Agregó que podrían observarse barreras arancelarias mayores a las prevaecientes antes del conflicto, incluso bajo un escenario de acuerdo entre ambas economías. En cuanto al segundo riesgo, mencionó que la probabilidad de un escenario sin acuerdo favorable entre el Reino Unido y la Unión Europea parece haberse incrementado en los últimos días.

La mayoría señaló el menor dinamismo en las economías avanzadas, destacando los casos de la zona del euro y, en menor medida, de Estados Unidos. Uno ahondó en que, si bien este grupo de países mantiene diferencias en sus posiciones cíclicas y en sus brechas de inflación, los efectos adversos de las tensiones comerciales han contribuido a una desaceleración sincronizada. Algunos destacaron que la desaceleración económica en la zona del euro ha sido mayor a la esperada y afectada por factores idiosincráticos. Uno de ellos mencionó los casos de Italia, que ya se encuentra en recesión, y de Alemania, donde la producción manufacturera incluso ha empezado a mostrar signos de contracción. Un integrante consideró que, si bien algunos factores idiosincráticos que habían afectado a la zona del euro ya se han disipado, el menor crecimiento de la demanda externa continúa incidiendo sobre el dinamismo de la región. Respecto de la desaceleración de la economía estadounidense, otro añadió que esta se vio reforzada por el desvanecimiento de los efectos transitorios del estímulo fiscal pro-cíclico adoptado en ese país. Uno

destacó que la producción industrial y las exportaciones parecen estar resintiendo los efectos de las tensiones comerciales y de la debilidad económica global, al tiempo que se amplía aún más el déficit fiscal.

La mayoría indicó que han disminuido las expectativas de crecimiento para las economías avanzadas. Uno destacó que, si bien la desaceleración es generalizada, las reducciones a los pronósticos de crecimiento muestran diferencias, ya que en la zona del euro han sido considerables, mientras que en Japón y Estados Unidos han sido de menor magnitud. No obstante, la mayoría resaltó que varios indicadores financieros apuntan a un incremento de la probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses en Estados Unidos. Uno detalló que en este país, a pesar de algunas señales de recuperación gradual del gasto privado, se espera que este crezca a una tasa menor a la exhibida durante el trimestre anterior.

En lo referente a las economías emergentes, la mayoría destacó el menor dinamismo que han presentado algunas de estas economías, destacando el caso de China, donde la desaceleración económica ha sido mayor a la esperada. No obstante, algunos consideraron que esta podría moderarse como resultado de los estímulos fiscal y monetario implementados. Uno de ellos detalló que el Banco Central de China mencionó que aún hay espacio para disminuir los requerimientos de reserva, en un esfuerzo por generar mayor liquidez en el mercado, y que lo anterior podría contribuir a aumentar el crecimiento global hacia la segunda mitad de 2019. Algunos señalaron que dichos estímulos están limitados por problemas estructurales, como la transición hacia un crecimiento más moderado, así como por las vulnerabilidades prevalecientes en China, tales como los altos niveles de endeudamiento público y privado. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes, uno de ellos argumentó que persiste cierta divergencia entre ellas, ya que, si bien se espera que países como Argentina y Turquía sigan contrayéndose en la primera mitad del año, se anticipa que países como Brasil e India sigan recuperándose. Otro apuntó que en un entorno en el que se prevén menores presiones provenientes de los mercados externos, el desempeño de las economías emergentes estará determinado en mayor medida por factores de riesgo idiosincráticos y por la solidez de sus cimientos macroeconómicos.

Todos los miembros destacaron que se han reducido las presiones inflacionarias a nivel global, en parte como consecuencia del menor crecimiento

económico. Algunos añadieron que lo anterior también ha sido consecuencia de los menores precios de algunas materias primas. La mayoría notó que se observa un continuo apretamiento en los mercados laborales de economías avanzadas. Al respecto, algunos señalaron que el ritmo de crecimiento de los salarios ha venido acelerándose y el desempleo continúa disminuyendo. Uno de ellos agregó que, en algunos casos, el desempleo ha alcanzado mínimos multianuales. La mayoría puntualizó que, a pesar de lo anterior, la inflación general se encuentra por debajo de las metas de sus bancos centrales, y uno detalló que ha venido disminuyendo. Otro indicó que hay pocas presiones sobre los precios asociadas al mercado laboral. Al analizar la evolución de la inflación en las economías avanzadas desde una perspectiva de largo plazo, un miembro advirtió que las menores presiones inflacionarias reflejan tanto los efectos de la desaceleración económica reciente, como la presencia de otros factores que han mantenido la inflación estructuralmente baja. En particular, consideró que el cambio tecnológico y la globalización han permitido fragmentar los procesos productivos de acuerdo con las ventajas comparativas en diferentes países y regiones, tanto en la producción de bienes, como de servicios. Añadió que esto permitió incorporar a la economía global la abundante mano de obra de Asia y de Europa del Este. Destacó que todo lo anterior ha contribuido a una mayor competencia en los mercados, disminuyendo la posibilidad de que las empresas aumenten sus precios. Expresó que la permanencia o debilitamiento de estos factores estructurales será de gran importancia para el comportamiento futuro de la inflación. Respecto de la inflación en economías emergentes, algunos miembros coincidieron en que esta disminuyó ante la caída en los precios de energéticos y alimentos, ante el desvanecimiento del efecto de la depreciación de sus divisas, y ante el menor dinamismo global. Uno de ellos señaló que en varias de estas economías, la inflación general se ubicó cerca de la meta de sus bancos centrales, y en otras, incluso por debajo de estas.

Todos mencionaron que el entorno externo descrito ha consolidado la expectativa de que las condiciones monetarias de los principales bancos centrales no se restringirán en el futuro previsible. En cuanto a la Reserva Federal, destacaron que en su decisión de marzo mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales y reiteró su mensaje de que serán pacientes para realizar ajustes. Al respecto, la mayoría enfatizó que la mediana de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto sugiere que no habría aumentos en el rango objetivo para la tasa de fondos federales en

2019. Uno recalcó el cambio en la trayectoria esperada de la tasa objetivo por los miembros del Comité, que pasó de dos alzas en este año a ninguna. Otro incluso notó que empiezan a observarse posibilidades de que su siguiente movimiento sea a la baja. Además, la mayoría subrayó que la Reserva Federal anunció una disminución en el ritmo de reducción de su tenencia de bonos a partir de mayo y la conclusión de dicho proceso en septiembre de 2019. Uno añadió que los bancos centrales de Canadá, la zona del euro, Inglaterra y Japón tampoco modificaron sus tasas de referencia en sus reuniones de marzo y que enfatizaron que la desaceleración económica ha sido mayor a lo esperado. Como consecuencia, prosiguió, las variables de mercado están descontando que no habría aumentos en la tasa de referencia este año para varios de estos países.

La mayoría coincidió en que durante los primeros meses de 2019 los mercados financieros de países desarrollados tuvieron un desempeño favorable, ante la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas no restringirán las condiciones monetarias en el futuro previsible. Uno agregó que también contribuyeron a dicho desempeño la aparente disminución en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, así como las medidas anunciadas por el gobierno chino para hacer frente a la desaceleración de su economía. Otro notó que la mejoría en las condiciones financieras ocurrió a pesar de la incertidumbre internacional, que conlleva el riesgo de una caída adicional en la actividad económica. Algunos señalaron que los principales índices accionarios registraron ganancias, las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron, los diferenciales de rendimiento de bonos corporativos se estrecharon y aumentó el apetito por riesgo. Algunos destacaron que la curva de rendimientos en Estados Unidos se invirtió. Uno de ellos detalló que lo anterior fue notorio en sus plazos más cortos. Otro mencionó que este comportamiento, que también se observó en Canadá, se ha presentado en todas las recesiones anteriores recientes en Estados Unidos, ya que anticipa problemas para financiar proyectos de mediano y largo plazos y, por ende, nos informa de un posible canal crediticio que puede contribuir de manera decisiva a la desaceleración económica.

Respecto de los mercados financieros de economías emergentes, la mayoría señaló que estos también han mostrado un desempeño favorable tras el anuncio de la Reserva Federal de una postura más cautelosa. Uno precisó que las tasas de interés en la mayoría de estos países, disminuyeron, y algunos destacaron el mejor

desempeño de sus divisas. La mayoría mencionó que la mejoría de las condiciones financieras ha propiciado flujos de capital hacia las economías emergentes, mientras que algunos atribuyeron dichos flujos en parte también a los importantes diferenciales de tasas de interés que varias de estas economías mantienen respecto de las tasas en Estados Unidos.

La mayoría indicó que, hacia adelante, a pesar de que se ha reducido la tensión financiera sobre las economías emergentes, los riesgos que se perciben para el crecimiento económico global podrían afectar a los mercados financieros internacionales, por lo que persiste la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad financiera. Algunos añadieron el riesgo de sorpresas al alza en la política monetaria de la Reserva Federal ante posibles aumentos imprevistos de la inflación. Uno de ellos argumentó que las implicaciones de un proceso de normalización más lento deben verse con cautela, ya que, si bien puede moderar las presiones sobre los mercados financieros internos, al mismo tiempo apunta a una menor expansión de la economía mundial, prolonga los desafíos para la estabilidad financiera derivados de la persistencia de bajas tasas de interés y disminuye el margen de respuesta de la política monetaria ante un debilitamiento en la actividad económica.

La mayoría destacó que la actividad económica en México se desaceleró a finales de 2018 y principios de 2019. Uno indicó que lo anterior fue más pronunciado hacia finales de 2018. Otro comentó que, si bien el crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue positivo, preocupa que la inversión pública y privada hayan registrado tres caídas trimestrales consecutivas, que las exportaciones hayan mostrado dos descensos trimestrales consecutivos, y que el consumo haya disminuido en dos de los últimos tres trimestres. Añadió que la suma de los componentes de la demanda agregada registró un retroceso.

En este contexto, la mayoría mencionó que la información disponible sugiere que a principios de 2019 la actividad económica continuó mostrando un bajo crecimiento, si bien algunos detallaron que ha mantenido una trayectoria positiva. La mayoría señaló que el desempeño económico fue consecuencia de la desaceleración de la economía global, de cierta debilidad de la demanda interna y de algunos factores de carácter transitorio, tales como los problemas en la distribución de combustibles y la interrupción de vías férreas, que pudieron haber afectado al crecimiento en el primer trimestre del año. Al respecto, uno aclaró que no hubo mayor contagio hacia otras actividades, por lo

que la actividad económica total mostró un ligero avance en enero. En cuanto al comportamiento de la actividad por el lado de la demanda, otro apuntó que parece continuar la pérdida de dinamismo tanto de la demanda externa como de la interna. Por lo que se refiere a la demanda externa, algunos mencionaron que las exportaciones siguen mostrando una tendencia al alza. No obstante, algunos advirtieron que las exportaciones automotrices a Estados Unidos continúan mostrando debilidad. Respecto de la demanda interna, la mayoría consideró que el consumo muestra cierta desaceleración y que la inversión mantiene su tendencia negativa. Uno detalló que esto se debe, especialmente, a la debilidad en la adquisición de maquinaria y equipo. En este contexto, añadió que en opinión de los analistas económicos encuestados por el Banco de México, la coyuntura actual para realizar inversiones pasa por un mal momento. Respecto al desempeño de las actividades productivas, algunos comentaron que en enero el Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) creció a un ritmo mensual menor al anticipado. En cuanto a la producción industrial, la mayoría señaló que ha mostrado debilidad y, en particular, que las manufacturas mantienen cierta atonía y la minería continúa con su trayectoria decreciente. Uno detalló que al interior de la minería destaca la disminución de la producción petrolera. Otro mencionó que la construcción registró un fuerte repunte durante el primer mes del año. Algunos resaltaron que también se observa una desaceleración en el sector servicios. Uno de ellos agregó que dicho comportamiento se dio en aquellos sectores que resultaron más afectados por los problemas de distribución de combustible.

Algunos argumentaron que aún está por verse si la desaceleración económica observada es transitoria. Uno de ellos consideró que no es claro si el menor dinamismo obedece al ajuste que siempre ocurre con un cambio de administración, o si es un fenómeno asociado con una nueva fase del ciclo de negocios. Al respecto, alertó sobre el comportamiento de los componentes del Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores Cíclicos del INEGI, que han mostrado disminuciones durante varios meses consecutivos, lo que apunta hacia el inicio de una fase descendente en el ciclo económico. Sostuvo que en algunos de estos componentes, como es el caso del IGAE, la Tasa de Desempleo Urbana o los Asegurados Trabajadores Permanentes en el IMSS, la contribución negativa ha sido de por lo menos 10 meses consecutivos. Con el fin de poner lo anterior en perspectiva, añadió que el valor alcanzado por el Indicador Coincidente en diciembre de 2018 es de los más bajos en los últimos 10 años y que la última vez que se

observaron tales niveles —con una tendencia a la baja— fue en noviembre de 2008, al inicio de la última recesión registrada en el país. Asimismo, agregó que la inversión de la curva de rendimientos en México anticipa la posibilidad de una recesión.

En este sentido, la mayoría señaló que, dada la desaceleración económica en el país, tanto el Banco de México, como analistas del sector privado y organismos multilaterales, han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento para 2019. Uno mencionó que ante el menor dinamismo mundial, en especial en Estados Unidos, seguirá observándose cierta desaceleración del comercio exterior y, en consecuencia, una menor demanda de exportaciones mexicanas. Algunos resaltaron que precisamente las exportaciones han sido uno de los motores principales de crecimiento en el país en los últimos 25 años. Con relación al dinamismo de la demanda interna, un miembro indicó que se espera que el consumo continúe debilitándose. No obstante, otro apuntó que, ante las menores perspectivas económicas, sigue llamando la atención el incremento en la confianza del consumidor, que se ubica en máximos históricos. Adicionalmente, algunos comentaron que son de esperarse señales de recuperación a partir del segundo trimestre de 2019, una vez que se disipen los factores transitorios que han afectado la actividad económica. Uno de ellos notó que, considerando que los inicios de una nueva administración siempre son complicados por razones coyunturales y no necesariamente estructurales, el desempeño del gasto público en los siguientes meses será clave para dicha recuperación y para posteriormente impulsar a la inversión privada.

Todos los miembros coincidieron en que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Uno indicó que este sesgo se observa en un horizonte tanto de corto como de mediano plazos. Además de los riesgos globales descritos anteriormente, la mayoría mencionó otros riesgos a la baja de índole interno para el crecimiento, entre estos destacan: i) que se prolongue o se deteriore el actual ambiente de incertidumbre que ha mantenido en niveles bajos la inversión y que pudiera dar lugar a que los consumidores reduzcan su gasto; ii) que se materialice una reducción de la calificación crediticia de empresas productivas del Estado o del soberano mismo; iii) que en el ejercicio del gasto público se presente un mayor retraso del que normalmente sucede al inicio de cualquier administración; iv) riesgos derivados del proceso de ratificación del nuevo tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá; y v) la posibilidad de una recuperación más lenta a lo previsto de la

producción petrolera. Respecto al primer riesgo, algunos detallaron que la incertidumbre propiciada por la falta de claridad de diversas políticas públicas, podría obstaculizar la recuperación de la inversión privada y el consumo. En este contexto, uno agregó que la incertidumbre podría, además, dar lugar a que los consumidores reduzcan su gasto por razones precautorias, en tanto que otro señaló que la principal acción que puede tomarse para fortalecer la actividad económica en la actualidad es la creación de condiciones de confianza que estimulen un repunte de la inversión. A los riesgos ya señalados, un miembro añadió la posibilidad de que la recaudación tributaria disminuya en relación con lo programado, lo que podría limitar el desempeño del gasto público, que persista el estancamiento reciente de las exportaciones automotrices a Estados Unidos, y que el tipo de cambio real se aprecie, desincentivando las exportaciones no petroleras. Otro puntualizó que un riesgo adicional es que los efectos de los factores transitorios que han afectado a la economía sean mayores a lo previsto, o incluso que este tipo de eventos se repita. Por último, algunos mencionaron que persisten diversos riesgos para el crecimiento de mediano plazo, señalando algunos la posibilidad de una recesión en Estados Unidos.

Respecto de los riesgos al alza para el crecimiento, uno señaló un dinamismo de la economía estadounidense mayor a lo esperado, la aprobación e implementación del nuevo tratado de libre comercio en Norteamérica, el mejor desempeño en uno o varios de los componentes del PIB por el lado del gasto, la posibilidad de un efecto rebote mayor a lo esperado derivado a una base de comparación baja, y un retorno mayor al anticipado en los nuevos proyectos de inversión del gobierno. En este contexto, otro apuntó que existen al menos tres factores que podrían contribuir a que el crecimiento económico no fuera tan bajo como podría anticiparse: i) el aumento en la confianza de los consumidores; ii) el efecto positivo en el consumo que podrían tener los nuevos programas sociales enfocados a segmentos de la población, como adultos mayores y jóvenes, con una elevada propensión a consumir; y iii) el ligero aumento de 3% en el salario real de los trabajadores que cotizan en el IMSS. Asimismo, mencionó que un aumento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos podría beneficiar a México, como resultado del redireccionamiento natural de algunos flujos del comercio bilateral entre esos países.

La mayoría consideró que las condiciones de holgura en la economía se relajaron hacia finales de 2018 e inicios de 2019, y algunos resaltaron que estas confirman la existencia de una brecha de

producto negativa. No obstante, un miembro señaló que al excluir la producción petrolera, los indicadores recientes de la brecha del producto se mantuvieron en terreno neutral y que, si bien los indicadores del mercado laboral continúan mostrando condiciones estrechas, en el margen parecen haberse relajado. Otro puntualizó que dichas condiciones estaban todavía apretadas a finales de 2018, y apuntó que en la coyuntura actual una evaluación precisa de la fase cíclica de la economía es compleja debido a: i) que la evolución reciente de la economía pudo haber sido afectada por factores transitorios; ii) que ante la disminución de la inversión y la desfavorable evolución de la productividad, es probable que el crecimiento potencial de la economía se esté contrayendo, lo que complica aún más la estimación de la brecha del producto; y, iii) que no obstante los incrementos recientes en la tasa de desempleo, esta continua ubicándose por debajo de sus niveles de largo plazo. Finalmente, la mayoría indicó que considerando las proyecciones para el crecimiento, es previsible que las condiciones de holgura en la economía se amplíen en los próximos trimestres. Algunos puntualizaron que lo anterior resultaría en una brecha del producto negativa.

Todos los miembros mencionaron que la inflación general disminuyó de 4.37 a 3.95% entre enero y la primera quincena de marzo. La mayoría destacó que desde la primera quincena de febrero se ubicó dentro del rango de variabilidad alrededor de la meta de 3%, y uno señaló que esto ocurrió por primera vez desde diciembre de 2016. Resaltó que en las últimas seis quincenas la inflación tuvo una disminución de 105 puntos base. Sin embargo, sostuvo que no es claro que dicha trayectoria sea sostenible a largo plazo. Al respecto, otro notó que, si bien esta ha mejorado en el margen, la lectura en la primera quincena de marzo resultó ligeramente superior a la de febrero. Uno agregó que la inflación general ha resentido importantes ajustes provenientes tanto del tipo de cambio, como de presiones en la inflación no subyacente, especialmente en los precios de los energéticos. Otro opinó que las cifras más recientes apuntan a una reducción significativa de la inflación y revelan un comportamiento acorde con la trayectoria prevista de convergencia hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Puntualizó que el promedio anualizado de las últimas seis cifras de inflación general y subyacente sugiere que los aumentos de precios han crecido a tasas cada vez menores. Añadió que la convergencia parece avanzar más rápido de lo previsto y que la inflación muestra una trayectoria significativamente mejor que la planteada en los pronósticos presentados en los Informes Trimestrales

del tercer y cuarto trimestres de 2018. Un miembro opinó que el descenso reciente de la inflación es explicado por la caída de la no subyacente, y que ha venido acompañado de elementos preocupantes. Destacó entre estos la considerable persistencia de la inflación subyacente; el hecho de que esta ha excedido las proyecciones del Banco Central, en un contexto de frecuentes revisiones al alza de su trayectoria futura; expectativas de inflación de corto, mediano y largo plazos por encima de las proyecciones del Banco de México y de la meta de 3%; expectativas para la inflación subyacente de largo plazo en los niveles más altos desde que se tienen registros y acercándose gradualmente a las de la inflación general, lo que puede implicar un arraigo más firme de las expectativas en niveles por encima de la meta; y estimaciones de la compensación por inflación esperada y riesgo inflacionario derivadas de instrumentos de mercado ubicadas todavía en niveles relativamente elevados.

La mayoría coincidió en que la reducción en la inflación general fue producto, principalmente, de la caída en la inflación no subyacente, la cual pasó de 6.81% en enero a 5.39% en la primera quincena de marzo. Puntualizó que este componente tuvo una disminución de 385 puntos base en las últimas seis quincenas. Algunos señalaron que ello reflejó los menores incrementos en los precios de energéticos y productos agropecuarios. No obstante, algunos apuntaron que se han comenzado a revertir algunos de estos choques favorables, en particular, que los precios de los energéticos aumentaron en la segunda quincena de febrero, reflejando los mayores precios de sus referencias internacionales.

En cuanto a la inflación subyacente, la mayoría señaló que esta disminuyó, al pasar de 3.60% en enero a 3.51% en la primera quincena de marzo. Con respecto a la dinámica de sus componentes, mencionó que las tasas de variación de algunos servicios permanecen en niveles elevados. Asimismo, algunos indicaron que las tasas de variación de las mercancías alimenticias se han incrementado. La mayoría coincidió en que es preocupante la resistencia a disminuir que continúa mostrando la inflación subyacente. Algunos puntualizaron que durante los últimos once meses ha mostrado una disminución acumulada de apenas dos décimas de punto porcentual. Uno subrayó que la inflación subyacente ha permanecido por arriba de 3.5% por 53 quincenas consecutivas y que se ha caracterizado por una trayectoria básicamente lateral en los últimos once meses. No obstante, un miembro consideró que la inflación subyacente ha roto con el piso de 3.6% observado durante varios meses consecutivos y parece haber comenzado una

fase descendente compatible con los pronósticos de convergencia hacia la meta.

En cuanto a las expectativas de inflación, la mayoría mencionó que para la inflación general, la mediana de las expectativas para 2019 y 2020 disminuyó, entre enero y febrero, de 3.80% a 3.65% y de 3.71% a 3.60%, respectivamente. Algunos apuntaron que la mediana de las expectativas para 2019 se ubica por encima del pronóstico del Banco de México para finales del año. En cuanto a las expectativas para la inflación subyacente, la mayoría señaló que entre enero y febrero, la mediana de aquellas al cierre de 2019 se mantuvo en 3.50%, mientras que para el cierre de 2020 aumentó ligeramente de 3.45% a 3.48%. Adicionalmente, algunos miembros calificaron como mixto el comportamiento de las expectativas de inflación derivadas de encuestas. No obstante, uno de ellos consideró importante señalar que con la disminución en las expectativas antes mencionada, se ha dado un cambio en la tendencia de estos indicadores ya que entre mayo y noviembre de 2018 las expectativas de inflación general y subyacente habían venido aumentando de forma constante y significativa. En cuanto a las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos, la mayoría destacó que las correspondientes a la inflación general siguen ubicándose por encima de la meta permanente de 3%, en niveles alrededor de 3.50%. En relación con las expectativas del componente subyacente en el mediano plazo, comentó que estas se incrementaron de 3.42% a 3.50%, mientras que las de largo plazo se mantuvieron en 3.40%, luego de haberse ubicado en 3.30% la mayor parte de 2018. Algunos subrayaron que estas últimas se ubican en un máximo histórico. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la mayoría señaló que si bien permanece en niveles elevados, la prima por riesgo inflacionario de mediano y largo plazos disminuyó. Al respecto, un miembro puntualizó que esta prima implícita en el bono a diez años ha continuado disminuyendo conforme las tensiones en los mercados de deuda se han disipado. Otro aseveró que, si bien algunas primas de riesgo han aumentado, aquellas que están más ligadas a las condiciones monetarias se han venido reduciendo.

Respecto a las perspectivas para la inflación general, la mayoría consideró que es factible que esta converja a la meta de 3% hacia el primer semestre del 2020, si bien algunos indicaron que se anticipa un repunte en los próximos meses debido a una trayectoria más elevada de los precios de los energéticos. Algunos señalaron que lo anterior también es resultado de una baja base de comparación durante el año previo y que dicha tendencia debería empezar a revertirse a partir de

junio. Uno de ellos agregó que esto significa que la percepción de un desempeño favorable en la inflación en el corto plazo se disparará rápidamente. No obstante, otro miembro precisó que, de continuar la trayectoria observada, se esperaría poder alcanzar la meta de inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Con respecto a las previsiones para la inflación no subyacente, algunos mencionaron que, a pesar de su descenso reciente, se prevé que algunos de sus componentes, en particular, los precios de los energéticos, la presionen al alza en los próximos meses. Al respecto, uno de ellos detalló que el descenso que ha registrado este componente fue resultado de una reducción en las tasas de crecimiento de los precios de los bienes agropecuarios y de los energéticos. Añadió que los primeros se caracterizan por ser muy volátiles mientras que los segundos es muy probable que aumenten en los siguientes meses debido a su estacionalidad. En este contexto, argumentó que es previsible que la inflación no subyacente aumente. Otro apuntó que a partir de marzo de 2020 se espera que la inflación subyacente disminuya, dada la expectativa de un tipo de cambio más apreciado. Algunos agregaron que dicho componente también se vería presionado a la baja debido a una mayor holgura.

En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Uno añadió que este continúa representando, en su opinión, uno de los principales riesgos para la inflación. La mayoría señaló que la inflación también podría verse afectada en caso de que se observen mayores presiones sobre los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios, si se presenta un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global o bien, en caso de que se deterioren las finanzas públicas. Un miembro resaltó que este último riesgo es importante, ya que uno de los pilares fundamentales para la estabilidad de precios es contar con finanzas públicas sostenibles y resaltó que su deterioro podría incrementar las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. En este sentido, otro apuntó que las finanzas públicas podrían debilitarse ante la caída de la producción petrolera y el debilitamiento de la actividad económica. Adicionalmente, la mayoría coincidió en que, dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con afectaciones en el empleo formal y en

los precios. Uno estimó que si estas presiones se presentan, ello implicaría una mayor resistencia a disminuir o inclusive presiones adicionales en la inflación subyacente. Algunos especificaron que durante este año el crecimiento de los salarios parece estar acelerándose. Al respecto, algunos enfatizaron que al incrementar significativamente el salario mínimo en la zona fronteriza del país, aumentó la posibilidad de observar un efecto faro, es decir, que el incremento de 100% afecte las peticiones de salarios contractuales superiores al mínimo. Uno de ellos agregó que dicho efecto podría observarse tanto en empresas en la misma zona, como al interior del país. En otro sentido, otro destacó que, hasta ahora, no hay evidencia de que los aumentos de salarios mínimos se hayan traducido en presiones inflacionarias significativas. Expuso que en el caso de la frontera norte, donde estas presiones podrían haber sido más altas por el mayor aumento del salario mínimo, la información disponible no sugiere un patrón inflacionario distinto al del resto del país. En este sentido, otro argumentó que es loable y necesaria la nueva política de recuperación del poder adquisitivo del salario mínimo, pero reconoció que para que esta sea funcional, es necesario instrumentarla en un horizonte plausible, para vigilar y asegurar que sean aumentos que pueda absorber la economía sin generar presiones inflacionarias. Algunos ahondaron en que para elevar de manera sostenida el poder adquisitivo de los salarios es necesario considerar el papel de otras políticas públicas, tales como fomentar la competencia en los mercados de aquellos bienes y servicios con una participación elevada en la canasta de consumo de la población de menores ingresos.

La mayoría señaló que la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de largo plazo a disminuir. Al respecto, uno advirtió que preocupa la persistencia en niveles superiores a la meta de dicho subíndice y que, a su interior, la tasa de variación anual de los precios de los servicios distintos a la vivienda y educación se mantenga en niveles altos. En cuanto a los riesgos a la baja, algunos integrantes mencionaron la posibilidad de que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes, incluidos en el subíndice no subyacente, o que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. En suma, la mayoría coincidió en que, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, se mantienen otros que la podrían presionar al alza en mayor magnitud y desviarla de la trayectoria prevista, por lo que destacaron que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico. Un integrante

opinó que el balance de riesgos para la inflación se encuentra relativamente estable, y que varios de los factores de riesgo sobre la inflación se han ido mitigando en las últimas semanas.

La mayoría apuntó que desde la última decisión de política monetaria, los activos financieros en México han tenido un buen desempeño, como reflejo tanto de las condiciones más favorables que han prevalecido en los mercados financieros internacionales, como de la postura monetaria relativa de México frente a otras economías. Al respecto de la moneda nacional, uno señaló que en dicho periodo esta registró una ligera apreciación, con una mejoría en las medidas de profundidad y volatilidad de este mercado. Algunos consideraron que la moneda nacional ha mostrado una relativa estabilidad desde finales de diciembre del año pasado. En este contexto, uno de ellos comentó que el peso mexicano ha revertido las pérdidas observadas a finales de 2018 y que los niveles bajos de volatilidad actuales no se habían observado desde, por lo menos, 2014. Otro resaltó que este comportamiento es notorio y refleja cierta serenidad a pesar de la incertidumbre asociada al cambio de sexenio y a la entrada de un gobierno con políticas novedosas. Un integrante subrayó que el desempeño de los mercados nacionales fue mixto, y al respecto indicó que, si bien el peso mexicano se había apreciado en una parte del periodo transcurrido desde la decisión de febrero, recientemente dicha tendencia se revirtió ante las preocupaciones por el debilitamiento de la economía mundial, registrándose una depreciación moderada.

Referente a las tasas de interés, la mayoría mencionó que las correspondientes a valores gubernamentales mostraron reducciones significativas durante el periodo, y que las condiciones de operación en este mercado registraron una mejoría. Uno apuntó que en el mercado de renta fija se continúan observando flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros, aunque en menor magnitud que en meses previos. Con relación al mercado accionario, resaltó que este mostró una caída, como reflejo de que los últimos resultados trimestrales registraron una desaceleración de los ingresos, y de los márgenes de utilidad, y ahondó que también pudo haber sido influido por los ajustes a la baja en los pronósticos de crecimiento de la economía mexicana. En cuanto a las primas de riesgo soberano, la mayoría destacó que se mantuvieron en niveles elevados y similares a los observados en la última decisión de política monetaria, mientras que uno indicó que estas registraron una disminución. Algunos comentaron que los niveles

actuales de dichas primas son superiores a los de otras economías con una calificación crediticia similar o inclusive menor a la de México. En este sentido, la mayoría resaltó que la presencia de factores de riesgo e incertidumbre asociados a la economía mexicana ha implicado que los activos nacionales coticen con un descuento o prima de riesgo adicional.

La mayoría sostuvo que prevalecen factores de riesgo que podrían afectar el desempeño de los mercados financieros nacionales, entre los que destaca la situación financiera de Pemex, su viabilidad económica futura y las implicaciones que ello pudiera tener sobre su calificación crediticia. Manifestó que una degradación de la calificación crediticia de esta empresa podría conducir a una revisión de la calificación de la deuda soberana del país, disminuyendo la disponibilidad de recursos financieros para la economía y pudiendo provocar episodios de volatilidad en los activos financieros mexicanos, así como ajustes significativos en portafolios de inversión. Al respecto, un integrante alertó que la deuda de Pemex tiene una participación importante en los portafolios de diversos inversionistas institucionales dedicados a economías emergentes, y que mantiene exposición a una amplia gama de activos mexicanos. Otro expuso el nerviosismo de los inversionistas ante la potencial pérdida del grado de inversión de Pemex y la posible revisión de la calificación soberana. En este contexto, todos consideraron que los retos financieros que enfrenta Pemex constituyen un factor de riesgo para la estabilidad macroeconómica del país, ya que una degradación en la calificación de su deuda podría aumentar no solo el costo de la deuda soberana, sino también el de la deuda del sector privado. Uno añadió que esto último afectaría a las empresas y hogares, encareciendo la inversión pública y privada, así como el gasto en general. Consideró que ello podría llevar a una disminución de la actividad económica y, eventualmente, a un deterioro de la cartera de crédito de los bancos comerciales.

En este sentido, la mayoría destacó el posible anuncio de un apoyo a Pemex por parte del gobierno federal. Algunos coincidieron en que dicho apoyo podría mejorar la perspectiva de corto plazo de la empresa, pero la mayoría puntualizó que este debe atender primordialmente los problemas estructurales de la misma, fortaleciendo su capacidad de generación de valor de mediano y largo plazos mediante un plan de negocios creíble y funcional. Uno sostuvo que las medidas hasta ahora anunciadas para sanear la posición financiera de la empresa que, si bien son importantes, han sido

consideradas como insuficientes en los mercados. Indicó que de no adoptarse un modelo de negocios para Pemex que permita una recuperación sostenida de su capacidad de producción de petróleo y asegure su viabilidad financiera sin afectar la perspectiva de finanzas públicas sólidas en el largo plazo, las acciones pueden ser contraproducentes, ya que probablemente no evitarían la baja en la calificación crediticia de Pemex, incrementarían la vulnerabilidad de las finanzas públicas y afectarían también el riesgo soberano. Otro consideró que la propuesta de usar parte de los recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestales (FEIP) para otorgar un apoyo financiero a Pemex de una sola vez, así como el permitir el uso de dicho fondo como una herramienta de política fiscal contra-cíclica, puede tener efectos positivos, pero también conlleva riesgos. Sostuvo que la efectividad del apoyo dependerá no solo del monto, sino del destino de los recursos. Finalmente, la mayoría coincidió en que el apoyo que se otorgue no debe perjudicar el balance fiscal, para así evitar afectar el riesgo soberano.

La mayoría recalcó la importancia de tener finanzas públicas sanas para que, junto con una política monetaria prudente, se mantenga una postura macroeconómica sólida que permita hacer frente a escenarios adversos. Asimismo, enfatizó la importancia de cumplir con la meta de 1% de superávit primario establecida en el Paquete Económico para 2019. Uno aseveró que, desde la última reunión de política monetaria, ha aumentado la preocupación de que se presente un faltante de ingresos públicos en relación con el proyectado en la Ley de Ingresos. Notó que ello podría provenir de una menor recaudación como consecuencia de un crecimiento económico menor al previsto en el Paquete Económico, o bien de una reducción mayor a la esperada de la plataforma de producción petrolera.

Algunos consideraron que el entorno actual sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. Por ello, manifestaron que es necesario tomar medidas de política económica que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, así como medidas para promover mayor productividad, la adecuada utilización de los factores, la competencia, el avance tecnológico y la formación de capital humano, así como para reducir las brechas de oportunidades. Enfatizaron que para lograr lo anterior es indispensable fortalecer las instituciones, hacer valer el Estado de derecho, combatir con efectividad la corrupción, y abatir la

inseguridad. Uno de ellos sostuvo que, en particular, es necesario tratar de evitar que se combine una desaceleración económica con la adopción de políticas que pudieran generar mayor inflación y la mantengan por encima de la meta. Además destacó que, ante la ocurrencia de diversos choques adversos, la economía mexicana ha tenido que ajustarse a una menor disponibilidad de recursos financieros externos. Indicó que ello ha requerido de una importante depreciación del tipo de cambio real y de un reforzamiento de la postura macroeconómica. Consideró que para que este ajuste se dé de manera ordenada y con la menor afectación en el producto, requiere que el tipo de cambio funcione como variable de ajuste y que la inflación se mantenga contenida y cercana a su meta. Concluyó que ante esto, las posturas monetaria y fiscal han tenido que reforzarse.

Todos coincidieron en que la postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte que opera la política monetaria. Uno añadió que las tendencias previstas de la inflación general, de la subyacente y de la no subyacente parecen ser resultado de la credibilidad de las decisiones adoptadas por el Banco de México y del funcionamiento de los canales a través de los cuales opera la política monetaria. Algunos argumentaron que la previsión de una postura monetaria de economías avanzadas más relajada de lo previsto anteriormente brinda mayor margen de maniobra a la conducción de política monetaria en México. No obstante, un miembro opinó que a pesar de que la moderación de las expectativas de normalización monetaria en economías avanzadas alivia los riesgos para la política monetaria en México, no cambia significativamente el panorama inflacionario que enfrenta la economía mexicana.

La mayoría indicó que es previsible que las condiciones de holgura en la economía se amplíen en los próximos trimestres. Al respecto, un miembro sostuvo que el Banco de México debe estar atento a que la postura monetaria restrictiva no se prolongue demasiado tiempo en caso de que las condiciones de holgura continúen ampliándose. Consideró que, de no hacerlo así, se corre el riesgo de producir un sobreajuste en la actividad económica. En línea con lo anterior, comentó que le parece preocupante el comportamiento reciente de la inversión total, la cual ha mostrado un estancamiento en los últimos años y una caída en los meses más recientes. Advirtió que es evidente que no es posible disociar este comportamiento de los elevados niveles de tasas de interés reales que hoy en día prevalecen en el país, ya que la tasa de política se encuentra en sus niveles más elevados en los últimos 10 años. Agregó

que, si bien los altos niveles de las tasas de interés contribuyeron de manera importante a la estabilidad financiera y a la reducción de las presiones inflacionarias, en parte, a través una mayor entrada de capitales y de una apreciación del peso mexicano, la prevalencia de dichas tasas en niveles altos podría contribuir eventualmente a generar presiones no deseadas a la baja en la actividad económica —sobre todo en el sector exportador— y contribuir a la atracción de flujos de capital demasiado volátiles que también podrían aumentar la inestabilidad y vulnerabilidad del mercado cambiario a la larga. Concluyó que, en este entorno, el balance de riesgos para el crecimiento está claramente sesgado a la baja, mientras que el correspondiente para la inflación se encuentra estable, por lo que, a menos de que ocurriera algo extraordinario, el ciclo alcista de las tasas de interés debería darse por terminado. Subrayó que se podría abrir el espacio necesario para iniciar un ajuste a la baja en la tasa de interés de referencia en el futuro cercano, dado que considera que el nivel de la tasa de interés de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a su meta y en función del avance que la inflación pueda mostrar en las próximas semanas. Otro miembro alertó que si se relaja la actual postura de política monetaria de manera prematura, se podrían observar incrementos significativos en la volatilidad de los mercados financieros nacionales y que ello podría tener implicaciones para la estabilidad financiera. Si bien coincidió en la necesidad de medir las consecuencias negativas de mantener una postura monetaria restrictiva por demasiado tiempo, manifestó que era importante subrayar los alcances y limitaciones de la política monetaria. Detalló que esta cuenta con un solo instrumento: la tasa de interés de referencia, la cual enfrenta un solo objetivo: la estabilidad de precios. Enfatizó que esto último es una condición necesaria para alcanzar un crecimiento sostenido en la actividad económica, pero está lejos de ser una condición suficiente. Recalcó que cuando se utiliza la política monetaria para la consecución de dos objetivos, como podría ser contribuir al saneamiento de las finanzas públicas o tratar de impulsar el crecimiento económico en el corto plazo, esta pierde su efectividad y se enfrenta el riesgo de no conseguir ninguno de los objetivos. Mencionó que la política monetaria puede influir en el comportamiento cíclico alrededor de la tendencia de crecimiento de largo plazo de la economía, mas no puede incidir en la tendencia misma. Argumentó que por esta razón, la contribución más importante y sólida que puede hacer la política monetaria al sano desarrollo del país es procurar la estabilidad de precios. Asimismo, destacó la importancia de considerar el rezago natural con el cual la política monetaria opera y en el

que puede contribuir efectivamente al compromiso de procurar la estabilidad de precios.

La mayoría expresó su preocupación por la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente. Uno señaló que esta preocupación se deriva del hecho de que la postura actual de política monetaria es restrictiva desde principios de 2018, con una tasa real ex-ante por encima de su nivel neutral, y además dicho componente es el que debería responder más a las acciones de política monetaria. Otro agregó que su evolución debería constituir un foco de atención para el Instituto Central en virtud del grado de retroalimentación que existe entre la inflación y sus expectativas. Uno subrayó que a pesar de la postura monetaria restrictiva, la trayectoria de inflación anticipada por los analistas se ubica marcadamente por encima del pronóstico de Banco de México. Detalló que las expectativas de inflación subyacente para 2019 y 2020 apuntan a que esta se mantendrá en los niveles que actualmente registra, es decir, que los analistas esperan que la inflación subyacente no se reduzca en los próximos dos años. Opinó que podría preocupar el hecho de que las expectativas de largo plazo se encuentren en un nivel de 3.50%. Sin embargo, argumentó que, si se considera que dichas expectativas son “adaptativas”, estas podrían disminuir en el mediano plazo cuando la inflación converja a su objetivo. Otro señaló que el incremento que han registrado las expectativas para la inflación subyacente de mediano y largo plazos representa un factor de inquietud para este Instituto Central. Uno enfatizó que, ante la persistencia de una situación de elevada incertidumbre y riesgos al alza para la inflación, la política monetaria debe continuar enfatizando la prudencia y el fortalecimiento de su credibilidad. Indicó que en este sentido, llama la atención la previsión generalizada de los analistas de un relajamiento monetario en México en un contexto en que las expectativas de inflación tanto de corto, como de largo plazo se encuentran por encima de la meta de 3%. Señaló que esto sugiere que la evolución de la tasa de referencia que se deriva de las encuestas de analistas y de los instrumentos de mercado no es compatible, en la visión de estos, con la convergencia de la inflación a la meta en el primer semestre de 2020. Opinó que bajo el entorno macroeconómico que se vislumbra en la actualidad, esto último requeriría mantener una postura monetaria firme por un periodo prolongado. Asimismo, este y otro miembro coincidieron en que el comportamiento de las expectativas de inflación descrito refleja falta de credibilidad en la meta de 3%.

La mayoría mencionó que se requerirá mantener una postura de política monetaria prudente y firme con el fin de lograr la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria y propiciar que las expectativas de inflación converjan a 3%. Algunos destacaron lo anterior ante la persistencia de una situación de elevada incertidumbre y riesgos al alza para la inflación. Uno apuntó que la contribución de la persistencia a la inflación subyacente es asimétrica, es decir, aumenta más cuando sube la inflación y persiste por un periodo prolongado que cuando la inflación disminuye. Subrayó que por esta razón resulta fundamental la paciencia cuando se está implementado una política monetaria restrictiva en los periodos posteriores en los que se dio un incremento significativo de la inflación. La mayoría coincidió en que el Banco de México en su comunicación debe emitir una señal clara de prudencia y de compromiso con su mandato de estabilidad de precios. Señaló que el Instituto Central seguirá dando un seguimiento cuidadoso a la evolución de la inflación, sus determinantes y sus expectativas, y ajustará su postura de política monetaria en caso de ser necesario.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, considerando que la evolución reciente de la inflación y de sus principales determinantes no presentan cambios significativos respecto a las trayectorias previstas, que la posición cíclica de la economía ha mostrado cierto relajamiento, y que la postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en un nivel de 8.25%. 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 tomará las acciones que se requieran, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de mantener el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en un nivel de 8.25%.

5. VOTOS DISIDENTES

En contra del comunicado. Gerardo Esquivel Hernández

Si bien estuve de acuerdo con la decisión de mantener constante el objetivo para la tasa de interés interbancaria, no coincidí con el comunicado que informa sobre dicha decisión. En concreto, difiero tanto del tono restrictivo que lo caracteriza como de la conclusión alcanzada sobre el balance de riesgos para la inflación. Con respecto a lo primero, considero que la evolución reciente de los diversos indicadores de inflación en México descritos en el propio documento, así como los cambios de política recientemente anunciados por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, abrían el espacio para emitir un comunicado con un tono más neutral. Con respecto a lo segundo, considero que los riesgos a la baja en la inflación derivados tanto de una perspectiva de condiciones de mayor holgura en la economía mexicana como de una previsible desaceleración económica mundial, son suficientemente elevados como para compensar los potenciales riesgos al alza que se identifican en el documento. Cabe agregar que, en mi valoración, las preocupaciones sobre el potencial impacto en la inflación del aumento al salario mínimo o de un posible efecto traspaso del tipo de cambio, son menores a las que se reflejan en el comunicado.

ANEXO

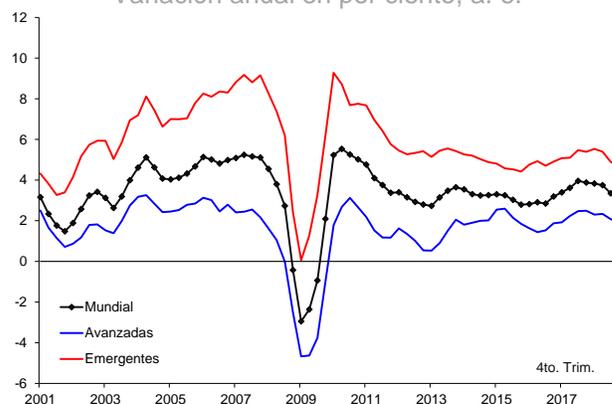
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones y Sistemas de Pagos, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

El debilitamiento de la actividad económica mundial que se observó durante la segunda mitad de 2018 (Gráfica 1) continuó a principios de este año, presentándose un menor dinamismo en la mayoría de las economías avanzadas y en algunas emergentes, destacando los casos de la zona del euro, China y, en menor medida, Estados Unidos. En efecto, los indicadores de actividad manufacturera, pedidos de bienes de capital y ventas al menudeo apuntan a un menor ritmo del crecimiento global a principios de año. Esto ha dado lugar a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de la economía mundial para 2019, si bien hay algunos factores que podrían apoyar un mayor crecimiento en la segunda mitad del 2019, tales como los estímulos económicos en China, una mejoría parcial en los mercados financieros, el desvanecimiento de ciertos factores idiosincrásicos en la zona del euro y una estabilización gradual en economías emergentes como Argentina y Turquía. No obstante, persisten riesgos para el crecimiento mundial, entre los que destacan la posibilidad de una desaceleración más pronunciada que lo anticipado en el crecimiento de la zona del euro, de China y de Estados Unidos; incertidumbre sobre las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China; una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea; y un escalamiento en los conflictos políticos y geopolíticos en distintas regiones.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

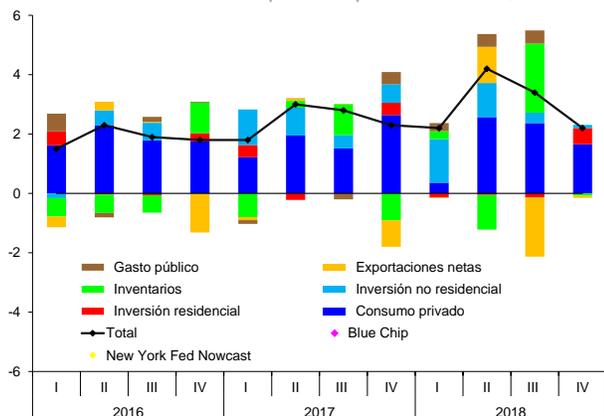
Nota: El cálculo del PIB para el 4T 2018 incluye estimados para algunos países. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 84.6% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles de demanda interna apuntan a una desaceleración de la actividad económica durante el primer trimestre del año, previéndose una tasa de expansión menor al 2% a tasa trimestral anualizada, después de la expansión del PIB de 2.2% registrada en el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 2). Si bien las ventas al menudeo repuntaron significativamente en enero, luego de la fuerte caída que se observó a finales del año pasado, se espera que el gasto en consumo privado crezca a una tasa más moderada durante el primer trimestre de este año con respecto al cuarto trimestre de 2018. Por su parte, los envíos y pedidos de bienes de capital de enero sugieren que la inversión no residencial pudiera seguir mostrando debilidad. Además, la producción industrial y las exportaciones parecerían estar resintiéndose los efectos negativos de las mayores tensiones comerciales y el debilitamiento del crecimiento mundial.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



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

La producción industrial de Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin cambio en febrero, después de haberse contraído 0.1% a tasa mensual en enero. Esto obedeció a un comportamiento diferenciado de los principales componentes de dicho indicador. Por una parte, las temperaturas inusualmente bajas que se registraron en febrero en varias regiones de ese país explicaron el fuerte repunte de 3.6% que se observó en la generación de electricidad y en el suministro de agua y gas. En contraste, la producción manufacturera se contrajo, por segundo mes consecutivo (tasas mensuales de -0.3 y -0.4% en enero y febrero, respectivamente), reflejando la debilidad de la demanda global, la apreciación del dólar y la moderación de la demanda interna de ese país. Además, la minería se contrajo 0.2% debido a la caída en la actividad de exploración y perforación de pozos. El componente de nuevos pedidos del Índice de Gerentes de Compras (PMI) del sector manufacturero, que hasta enero había mostrado relativa fortaleza, sugiere que la debilidad de la producción manufacturera pudiera acentuarse en los próximos meses.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó mostrando estrechez a principios de 2019. Si bien el crecimiento promedio mensual de la nómina no agrícola se desaceleró a principios de este año con respecto a los niveles observados en 2018, la generación de nuevas plazas se mantiene por encima del crecimiento de la fuerza laboral. Además, la tasa de desempleo disminuyó nuevamente, pasando de 4.0% en enero a 3.8% en febrero, cifra considerablemente menor al nivel estimado de largo plazo. Esta disminución se explica, en parte, por el retorno de los empleados federales que habían sido

clasificados como desempleados durante el cierre parcial del gobierno de ese país. Adicionalmente, el aumento en la tasa de participación laboral e indicadores como la tasa de apertura de nuevas plazas y de renuncias sugieren un mayor apretamiento del mercado laboral. En este contexto, se observó un mayor crecimiento de los salarios.

En la zona del euro, la actividad económica ha seguido siendo afectada por factores transitorios. En particular, si bien la producción industrial de la región en su conjunto se recuperó en enero, en Alemania volvió a contraerse debido, fundamentalmente, a un nuevo retroceso de la producción automotriz, lo que pudiera estar asociado con una huelga en una planta de autopartes. En cuanto a los indicadores prospectivos disponibles a marzo, el rubro de producción del PMI compuesto revirtió gran parte del aumento registrado en febrero, reflejando principalmente una caída en el sector manufacturero, al tiempo que el componente de la producción manufacturera de la encuesta IFO volvió a disminuir.

En Japón, los indicadores disponibles al primer trimestre del año sobre ventas al menudeo, pedidos de capital, producción industrial y exportaciones apuntan a un deterioro de la demanda interna y externa. Por su parte, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero continuó disminuyendo y se ubicó en niveles consistentes con una contracción. A pesar de lo anterior, en el mercado laboral la tasa de desempleo se mantuvo cercana a su nivel mínimo de los últimos 25 años.

En las economías emergentes, los indicadores disponibles al primer trimestre del año muestran cierta estabilización de la actividad económica, luego de la debilidad observada en el cuarto trimestre, si bien se observa heterogeneidad entre países. En particular, los indicadores de producción industrial, importaciones e inversión fija bruta de China muestran que esa economía pudiera estar moderando su ritmo de desaceleración en respuesta a la introducción de una serie de estímulos fiscales y financieros. Hacia delante, se prevé una mayor actividad económica en la India y en un número significativo de países latinoamericanos, al tiempo que se estima un menor dinamismo en Rusia y en diversas economías de Asia y Europa emergente.

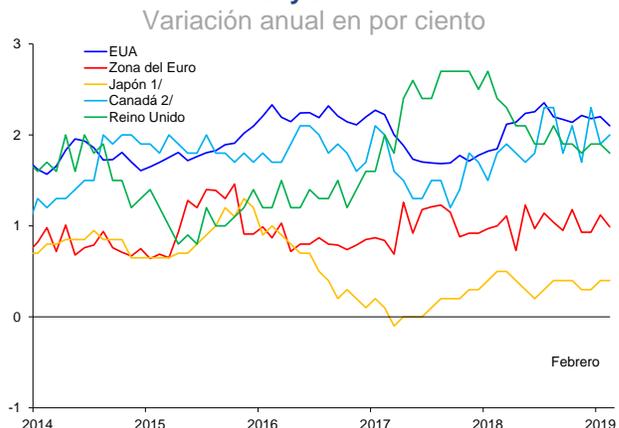
Los precios internacionales de las materias primas han registrado, en general, una tendencia al alza durante las últimas semanas. En particular, los precios del crudo continuaron recuperándose debido, principalmente, al cumplimiento de los

recortes en la producción por parte de los países miembros de la OPEP y a interrupciones imprevistas en la producción de Venezuela. Asimismo, los precios de los metales industriales aumentaron durante las últimas semanas como resultado de la mejoría en las perspectivas de la economía de China, luego del anuncio de mayores medidas de estímulo por parte de sus autoridades, y de los avances en las negociaciones comerciales de ese país con Estados Unidos. En contraste, los precios de los granos, y particularmente del trigo, cayeron ante indicios de una elevada oferta global.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación general en las principales economías avanzadas siguió disminuyendo a principios de año a consecuencia, principalmente, de los menores precios de los energéticos respecto al año anterior, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable (Gráfica 3). En Estados Unidos la inflación general medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 1.9% en diciembre a 1.5% en febrero, mientras que su componente subyacente pasó de 2.2 a 2.1%. Esto último debido, en gran parte, a una caída en los precios de ciertos medicamentos y de autos usados. Además, se estima que la inflación medida mediante el deflactor del gasto en consumo ha continuado ubicándose ligeramente por debajo de la meta de la Reserva Federal, toda vez que los posibles efectos de la imposición de aranceles sobre el nivel de precios parecerían haber sido contrarrestados por la apreciación del dólar. Por su parte, en la zona del euro y Japón la inflación subyacente continuó en niveles bajos y por debajo de las metas de sus bancos centrales. Adicionalmente, las expectativas de inflación implícitas en variables de mercado se mantienen en niveles bajos en la mayoría de los países desarrollados, sugiriendo que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



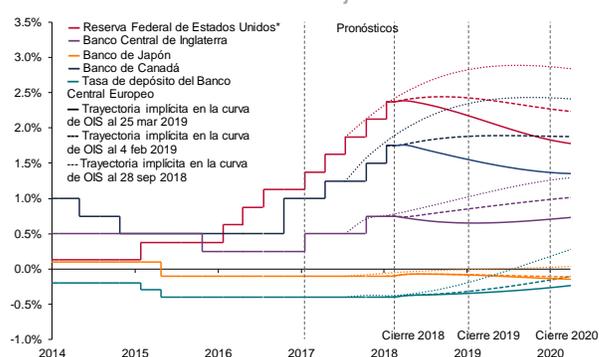
1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

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

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

En un entorno de deterioro en las perspectivas de crecimiento global y de baja inflación, se ha consolidado la expectativa de que las condiciones monetarias de los bancos centrales de las principales economías avanzadas no se restringirán en el futuro previsible (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS^{1/}



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. *Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (2.25% - 2.50%).

Fuente: Bloomberg.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en entre 2.25 y 2.5%. En su comunicado, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) expresó que, a pesar de la fortaleza del mercado laboral, la información disponible apunta a una desaceleración de la economía a principios del año con respecto al sólido crecimiento observado durante el cuarto trimestre. En congruencia, ese banco central ajustó a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2019 y 2020 de 2.3 a 2.1% y de 2 a 1.9%, respectivamente. De igual modo, la mediana de sus pronósticos de inflación pasó de 1.9 a 1.8% en 2019 y de 2.1 a 2% en 2020 y 2021. Adicionalmente, el FOMC reiteró su mensaje de que será paciente para realizar cambios en el rango de su tasa objetivo. Lo anterior es congruente con una trayectoria esperada de alza de la tasa de fondos federales más lenta a lo anticipado previamente. En efecto, los miembros del FOMC modificaron sus expectativas de ajuste de la tasa objetivo para 2019 de dos incrementos en sus pronósticos de diciembre a cero incrementos en sus previsiones de marzo, al tiempo que mantuvieron la expectativa de un alza de 25 puntos base en 2020. Por su parte, los futuros de la tasa de fondos federales incluso sugieren un recorte en la tasa de interés de referencia de 25 puntos base en 2019 y otro en 2020. Además, dicho Instituto Central anunció cambios significativos en su estrategia de normalización de su hoja de balance, los cuales consisten en una disminución del ritmo de reducción de su balance a partir de mayo y la conclusión de dicho proceso en septiembre de este año.

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio la tasa de referencia en 0% y la tasa de depósitos y la de préstamos en -0.4 y 0.25%, respectivamente. Adicionalmente, revisó a la baja sus pronósticos de crecimiento e inflación para 2019 y 2020 y modificó su guía futura, indicando que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta finales de 2019, y no hasta el verano, como había venido señalando en sus comunicados previos. Además, anunció un nuevo programa de operaciones de financiamiento a largo plazo (TLRO, por sus siglas en inglés) con la finalidad de garantizar condiciones de crédito favorables y una mejor transmisión de su política monetaria. Asimismo, confirmó sus planes de reinvertir los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo y hasta después de iniciado el proceso de alza de sus tasas de referencia.

En su reunión de marzo, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Además, reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia, manteniendo las tasas en niveles bajos por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de una inflación de 2%, enfatizando que tomará en consideración la incertidumbre sobre el rumbo de la actividad económica y la inflación, incluidos los efectos del alza programada para finales de 2019 en el impuesto al consumo. Si bien su comunicado destacó que las condiciones de la economía global han empeorado, lo que a su vez ha llevado a un deterioro de las exportaciones y de la producción industrial de Japón, reafirmó su perspectiva de que la demanda doméstica mantendrá su tendencia positiva.

En su reunión de marzo, el Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75%. Dicho banco central señaló que la debilidad de la economía global ha sido mayor a lo anticipado en enero y prevé que ello se traduzca en un menor crecimiento de esa economía en el primer semestre del año respecto de lo previamente esperado. En este entorno, modificó el lenguaje respecto de la trayectoria esperada de la tasa de referencia al señalar que las condiciones actuales apuntan a que la tasa objetivo se mantendrá por debajo de su nivel neutral, cuando en comunicados previos indicaba que las tasas de interés debían seguir aumentando hacia su nivel neutral para alcanzar su objetivo de inflación. Finalmente, destacó que se mantendrá vigilante de la evolución del gasto de los hogares, el mercado petrolero y las políticas comerciales a nivel global.

Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% en su reunión de marzo. En su comunicado, el Comité de Política Monetaria indicó que las cifras disponibles sobre la actividad económica han sido mixtas, enfatizando que, si bien el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose, las encuestas reflejan que la actividad económica ha seguido deteriorándose, tal y como lo habían anticipado en sus proyecciones económicas publicadas en febrero. No obstante, esa Institución enfatizó que la incertidumbre sobre las condiciones de salida de Reino Unido de la Unión Europea ha dificultado la interpretación de las cifras económicas recientes. Sobre su postura de política monetaria, el Banco de Inglaterra reiteró que esta se ajustará en la dirección que se requiera, dependiendo de los efectos que tenga el citado

proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea sobre la oferta, la demanda y el tipo de cambio, y destacó que, en caso de que la economía evolucione de manera estable y sin choques asociados a las nuevas relaciones comerciales entre ambas regiones, prevé un alza gradual y limitada en la tasa de interés de referencia.

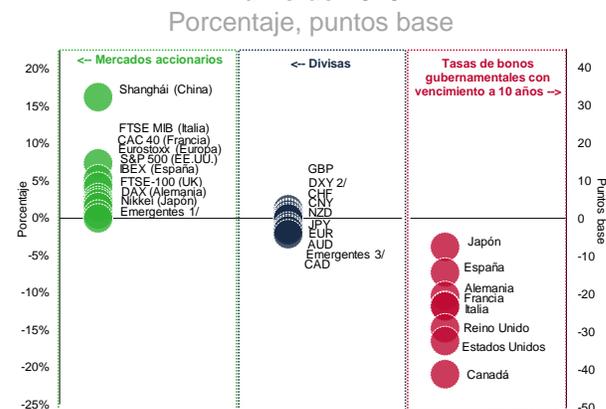
En la mayoría de las economías emergentes, la inflación siguió mostrando una tendencia descendente como reflejo, principalmente, de los menores precios de los bienes de consumo energéticos y de los alimentos respecto del año anterior, así como de la menor demanda global, ubicándose en muchos casos por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales. No obstante, en casos particulares, tales como Rusia y Argentina, la inflación medida repuntó debido a ciertos cambios en algunos impuestos y subsidios. En este entorno de menores riesgos para la inflación, la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia de política monetaria. En el caso particular de India, su banco central disminuyó la tasa de interés de referencia, señalando que se ha ampliado la brecha negativa del producto.

Los mercados financieros internacionales tuvieron un comportamiento favorable, ante la expectativa de que los principales bancos centrales sean más cautelosos en el ajuste de su política monetaria y, consecuentemente, mantengan tasas de interés más bajas a las previstas hace algunos meses. Adicionalmente, se mitigaron las preocupaciones de los inversionistas alrededor de algunos factores de riesgo. En particular, se percibe una mayor posibilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Además, las medidas anunciadas por parte de las autoridades de China, tanto en materia fiscal como monetaria, disminuyeron las preocupaciones respecto de una desaceleración pronunciada de esa economía.

En los países avanzados, los índices accionarios registraron ganancias generalizadas, los diferenciales de rendimiento de bonos corporativos se comprimieron y las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron (Gráfica 5). Por su parte, en el mercado cambiario, el dólar se apreció ligeramente frente a las divisas de economías avanzadas, apoyado, en parte, por el mejor desempeño relativo de la economía estadounidense frente al resto de las economías avanzadas y por el diferencial de sus tasas de interés.

En las economías emergentes, los precios de los activos mostraron un comportamiento diferenciado y una elevada sensibilidad a la política monetaria de los países avanzados, a las cifras económicas de China, a las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y a algunos eventos idiosincrásicos (Gráfica 6).

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 4 de febrero de 2019 al 22 de marzo de 2019



1/ Índice MSCI de países emergentes incluye a 24 países.
2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.
3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.
Fuente: Bloomberg e ICE.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes
entre el 1 de febrero de 2019 y el 25 de marzo de 2019

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.45%	-2.37%	-43	-53	-8
	Brasil	-5.40%	-4.29%	19	34	10
	Chile	-4.28%	-4.76%	-21	-23	2
	Colombia	-1.35%	9.50%	-18	-23	-10
	Argentina	-13.15%	-9.38%	104	86	185
Europa emergente	Rusia	2.17%	-0.96%	-88	-48	-5
	Polonia	-1.33%	-1.49%	1	-12	-1
	Turquía	-6.56%	-3.51%	31	279	100
	Rep. Checa	-1.38%	2.68%	0	10	-1
	Hungría	-0.86%	1.54%	-5	-15	-1
Asia	Corea del Sur	-1.35%	-2.66%	-12	-21	-2
	Malasia	0.64%	-2.04%	-9	-6	-13
	India	3.25%	3.67%	-84	-60	-18
	Filipinas	-0.56%	-3.45%	-24	-30	-9
	Tailandia	-0.98%	-1.54%	2	-8	3
Indonesia	-1.72%	-1.95%	-44	-42	-19	
África	Sudáfrica	-7.37%	2.66%	4	4	24

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

Hacia delante, se estima que los inversionistas seguirán cautelosos y atentos a la evolución de diversos factores de riesgo que siguen latentes a nivel global. Entre ellos sobresalen el desarrollo de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y sus socios comerciales, el riesgo de una desaceleración más pronunciada en la economía global y las negociaciones en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea. A lo anterior se suma la posibilidad de un escalamiento de eventos idiosincrásicos y geopolíticos negativos en distintas regiones.

A.2. Evolución de la economía mexicana

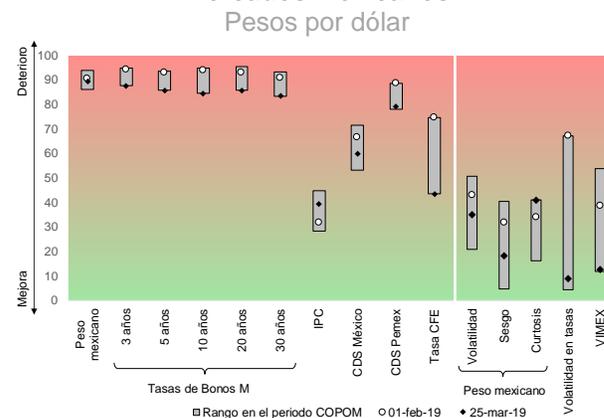
A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento relativamente positivo (Gráfica 7). Dentro de los factores detrás de este comportamiento destaca la perspectiva de que los principales bancos centrales de los países desarrollados mantendrán un ritmo de normalización de sus posturas de política monetaria mucho más gradual al previamente anticipado, así como la posición monetaria relativa de México frente a la de otras economías. No obstante, cabe señalar que en el periodo entre decisiones de política monetaria en México hubo episodios de volatilidad generados por las noticias en torno a la calificación de crédito de la deuda soberana de nuestro país y de Petróleos Mexicanos. A este respecto, destacó el anuncio de la reducción en la perspectiva de las calificaciones crediticias de México y de Pemex de estable a negativa por parte de la calificadora S&P y la publicación de un documento por parte de Moody's en el cual indica que las medidas de apoyo a la empresa productiva del estado anunciadas por el Gobierno Federal son negativas para la calificación crediticia soberana de México. En este contexto, algunos factores de riesgo e incertidumbre asociados a la economía mexicana han implicado que los activos nacionales coticen con un descuento o prima de riesgo adicional.

No obstante, la cotización de la moneda nacional presentó una apreciación de 0.5% durante el periodo de referencia. Por su parte, las condiciones de operación en el mercado cambiario mejoraron respecto al periodo anterior (Gráfica 8). Asimismo, las condiciones prospectivas implícitas en las opciones de tipo de cambio, medidas a través de la

volatilidad y el sesgo a la depreciación en el corto plazo, mejoraron. Finalmente, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras mostraron ajustes a la baja para el cierre de 2019 al pasar de 20.33 a 20.10 pesos por dólar, en tanto que la expectativa para el cierre de 2020 se ajustó al alza de 20.00 a 20.15 (Gráfica 9).

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Nota: Se considera el percentil de la distribución con niveles desde 2007; para el bono de CFE se considera el bono a 10 años desde su emisión y para el IPC se considera la distribución inversa de los niveles. Para la volatilidad, el sesgo y la curtosis del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1).

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

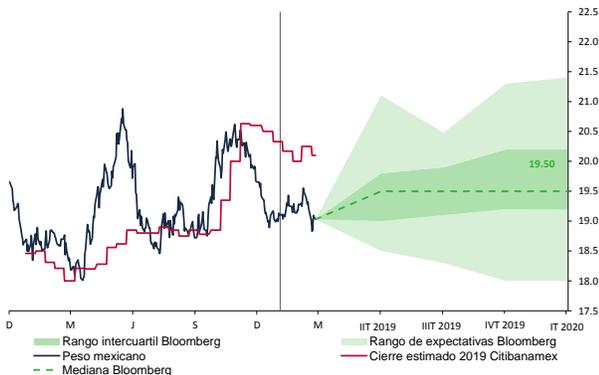
Gráfica 8
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario



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.

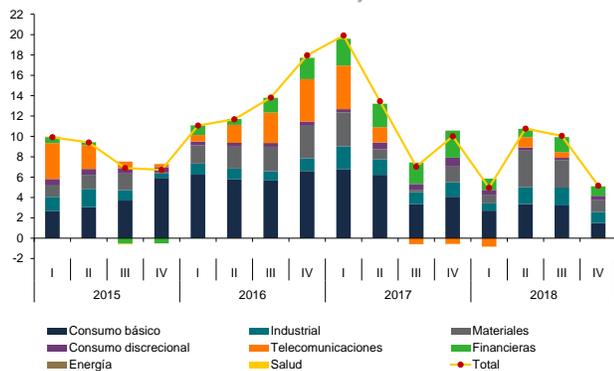
Gráfica 9
Expectativas de Tipo de Cambio a Cierre de
cada Trimestre por Analistas
 Pesos por dólar



Nota: La línea vertical indica la fecha de la última decisión de política monetaria
 Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

Por su parte, la revisión de los pronósticos de crecimiento económico para nuestro país por parte de varios analistas del sector privado y de organismos multilaterales parecen haber tenido un impacto negativo en el desempeño del mercado accionario mexicano, cuyo principal índice de precios y cotizaciones mostró una caída de 2.4% durante el periodo. De hecho, los últimos reportes trimestrales de resultados presentaron una desaceleración tanto en el crecimiento de los ingresos, como en los márgenes de utilidad de las principales empresas mexicanas (Gráfica 10).

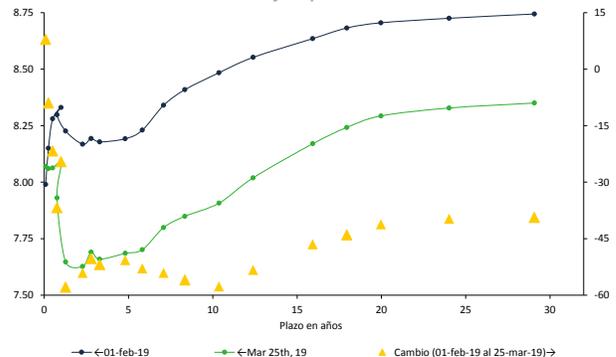
Gráfica 10
Crecimiento Anual de Ingresos de Empresas
que Cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores
 Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales con plazo mayor a 1 año presentaron disminuciones de entre 37 y hasta 58 puntos base (Gráfica 11). Lo anterior se presentó en un contexto en donde las condiciones de operación de ese mercado se mantuvieron estables durante el periodo de análisis (Gráfica 12).

Gráfica 11
Curva de Rendimiento de Valores
Gubernamentales a Tasa Nominal
 Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

Gráfica 12
Índice de Condiciones de Operación del
Mercado de Deuda Gubernamental Mexicano
 Índice (promedio móvil de 10 días)

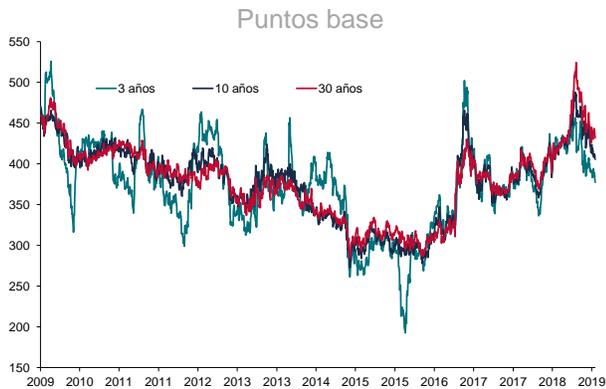


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2016 y se toma el promedio de los percentiles para cada día. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg, PIP y Casas de Corretaje.

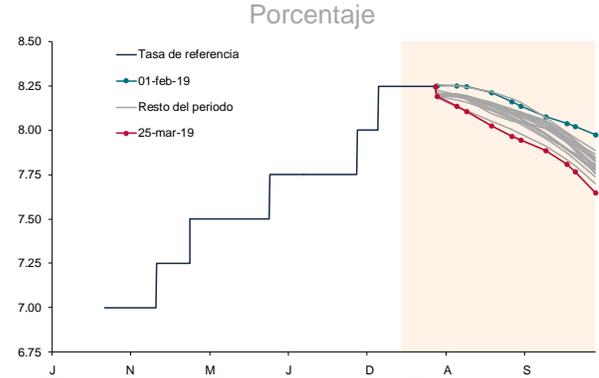
Adicionalmente, la curva de rendimientos de instrumentos referenciados a tasa real presentó disminuciones de entre 23 y 34 puntos base en sus diferentes plazos. De esta manera, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado disminuyeron entre 15 y 34 puntos base y se ubicaron, en promedio, en niveles de 413 puntos base (Gráfica 13). Con relación a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, estas presentaron un ajuste a la baja respecto de los niveles observados en el periodo anterior (Gráfica 14). Sin embargo, el mercado no anticipa cambios en la tasa de referencia para la decisión de marzo, en línea con la expectativa de los analistas del sector privado encuestados por Citibanamex. En lo que respecta a las expectativas de la tasa de referencia de política monetaria para el cierre de 2019, el mercado anticipa que la tasa de interés finalice en 7.65%, mientras que la mediana de dichos analistas espera que se ubique en 8.00%.

Gráfica 13
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales



Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

Gráfica 14
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIE

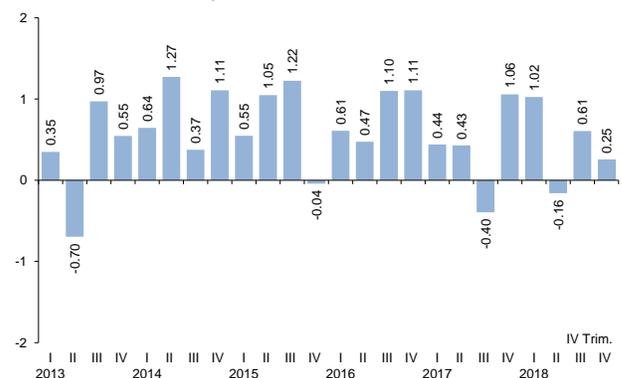


Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica en México

En el cuarto trimestre de 2018 la economía mexicana exhibió una importante desaceleración respecto del tercero (Gráfica 15). La información disponible sugiere que a principios de 2019 la actividad económica en México continuó mostrando un bajo crecimiento. Ello como consecuencia de la desaceleración de la economía global, de cierta debilidad de la demanda interna y de algunos factores de carácter transitorio.

Gráfica 15
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

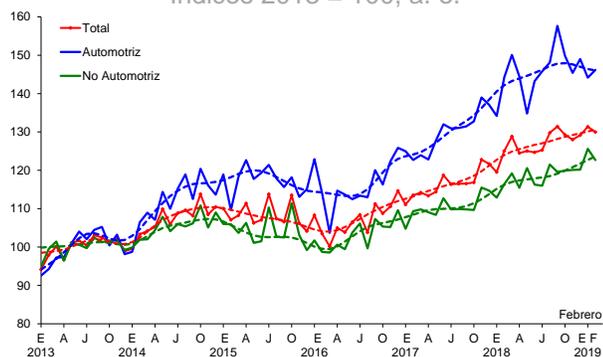


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En el primer bimestre de 2018 las exportaciones manufactureras mantuvieron una tendencia positiva como reflejo del desempeño de las exportaciones no automotrices, toda vez que las automotrices continuaron presentando cierta trayectoria descendente (Gráfica 16). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos siguieron exhibiendo una tendencia creciente, si bien con un menor ritmo de crecimiento, en tanto que las canalizadas al resto del mundo mostraron cierta recuperación.

Gráfica 16
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.

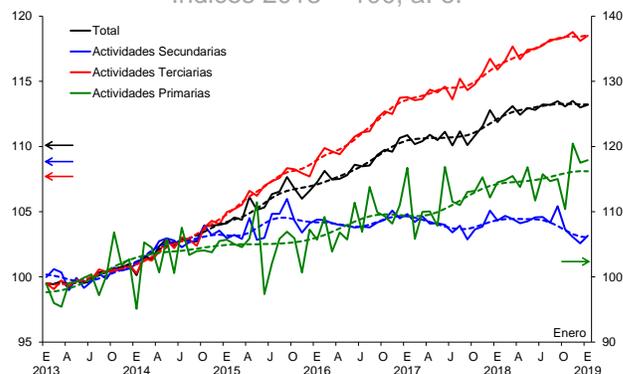


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo a su indicador mensual, al cierre de 2018 el consumo privado registró una desaceleración respecto del ritmo de crecimiento observado en meses previos. Lo anterior reflejó la debilidad del consumo de bienes y una cierta pérdida de dinamismo en el consumo de servicios. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, sugieren que el menor dinamismo del consumo privado podría persistir a principios de 2019. En efecto, a inicios de año los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, las ventas de las industrias manufactureras en el mercado nacional, así como las ventas de vehículos ligeros siguieron mostrando una trayectoria a la baja. Por su parte, a finales de 2018 la inversión fija bruta, tanto en maquinaria y equipo como en construcción, acentuó la tendencia negativa que ha venido mostrando desde inicios de ese año, ubicándose en niveles bajos.

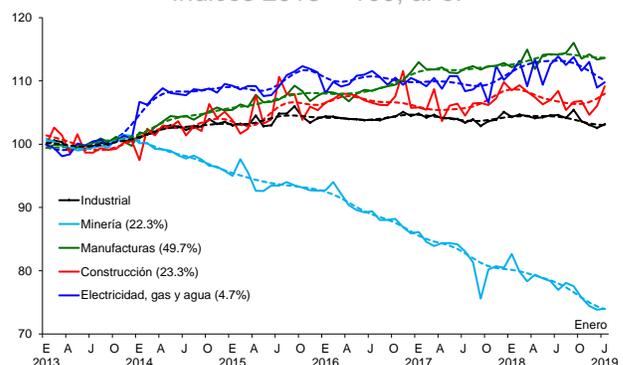
Por el lado de la producción, no obstante el avance reportado en enero de 2019, la actividad industrial continuó mostrando un débil desempeño, al tiempo que los servicios presentaron cierta desaceleración (Gráfica 17). En particular, si bien la construcción registró un repunte en el primer mes de 2019, las manufacturas siguieron exhibiendo atonía y persistió la trayectoria decreciente de la minería (Gráfica 18). Por su parte, la evolución de los servicios a principios de año puede asociarse con la debilidad registrada por diversos servicios más relacionados con el consumo, como los de esparcimiento; de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas, y al de transporte e información en medios masivos, los cuales podrían haber sido afectados por diversos factores transitorios. En contraste, los rubros de servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; de servicios financieros e inmobiliarios; de comercio; y de las actividades del gobierno tuvieron contribuciones positivas.

Gráfica 17
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

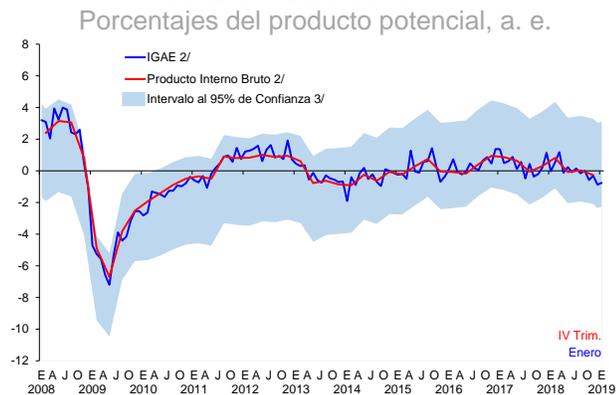
Gráfica 18
Actividad Industrial
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

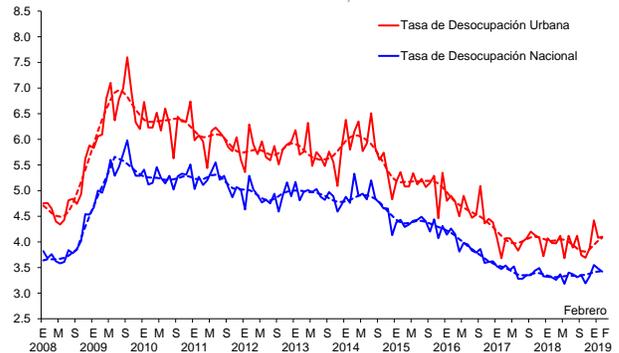
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura se relajaron hacia finales de 2018 y principios de 2019 (Gráfica 19). Respecto de la evolución del mercado laboral, en el bimestre enero – febrero de 2019 tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se ubicaron en niveles superiores a los registrados en el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 20). Asimismo, si bien a principios de 2019 se continuó observando una tendencia positiva en el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS, desde mediados de 2018 se aprecia una pérdida de dinamismo en su ritmo de crecimiento. Por su parte, a principios de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero mantuvieron una trayectoria creciente (Gráfica 21).

Gráfica 19
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
Sin Industria Petrolera^{4/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



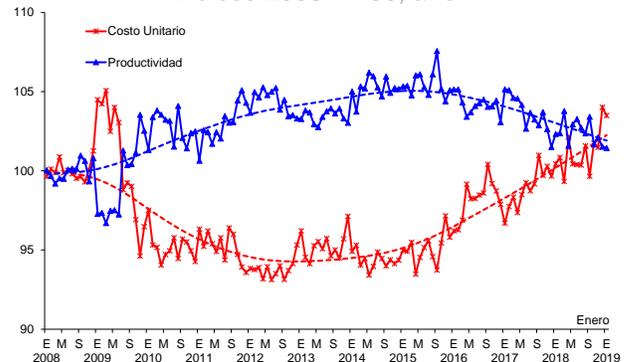
a.e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2018; cifras del IGAE a enero de 2019.
3/ Intervalo 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 20
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 21
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero^{1/}
Índices 2008 = 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/ Productividad con base en las horas trabajadas.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

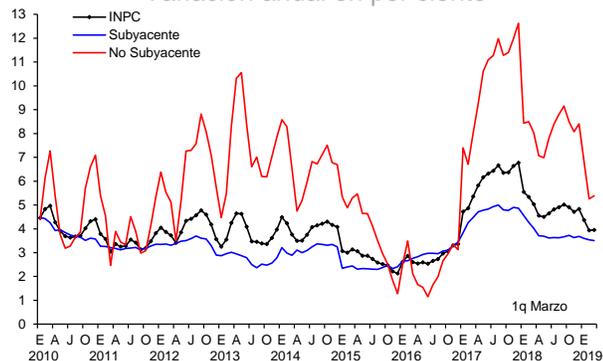
En enero de 2019, el financiamiento interno al sector privado parecería haber detenido la desaceleración en su crecimiento que comenzó a observarse a partir de la segunda mitad del 2018, y que se presentó principalmente en el ritmo de expansión del financiamiento a las empresas, al tiempo que el crédito a los hogares creció a un ritmo relativamente más bajo y estable. En cuanto a las tasas de interés, aquellas correspondientes al financiamiento a las empresas han continuado respondiendo a los movimientos en las tasas de interés de referencia, por lo que, si bien no presentaron cambios en el margen, se encuentran en el nivel más alto registrado desde el segundo trimestre de 2009. En tanto, las tasas de interés del crédito a la vivienda se

han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017, al tiempo que en el segmento de crédito al consumo las tasas de interés permanecen prácticamente sin cambios, con excepción de las de tarjetas de crédito que han presentado una tendencia a la alza desde diciembre de 2015. Con respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo han registrado una tendencia a la baja a partir de agosto de 2018, si bien continúan en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2019, la inflación general anual disminuyó de 4.37 a 3.95%. Este resultado se debió, principalmente, a la reducción que exhibió la inflación no subyacente, al tiempo que la inflación subyacente continuó presentando resistencia a la baja (Gráfica 22 y Cuadro 1). No obstante, algunos de los choques favorables que han conducido a la reducción de la inflación no subyacente recientemente han comenzado a revertirse. En particular, a partir de la segunda quincena de febrero se registraron nuevos incrementos en los precios de los energéticos.

Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

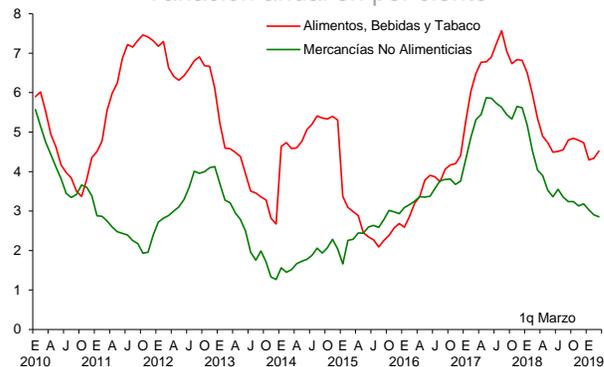


Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación a la inflación subyacente anual, esta pasó de 3.60 a 3.51% entre enero y la primera quincena de marzo de 2019. Si bien la tasa de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias mantuvo una tendencia a la baja, la de las alimenticias ha venido aumentando desde febrero (Gráfica 23). A su vez, la tasa de variación anual del subíndice de precios de los servicios

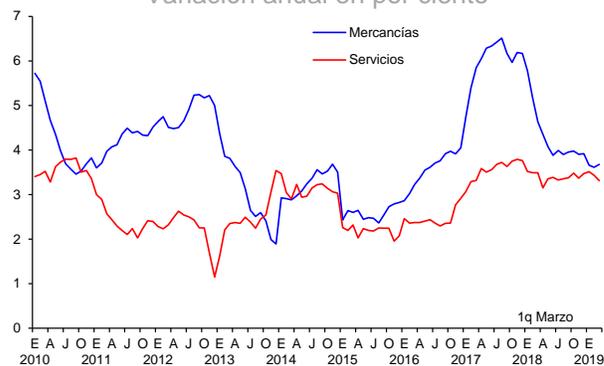
disminuyó como resultado de menores alzas en los precios de los servicios turísticos y de las telecomunicaciones (Gráfica 24). No obstante, los precios de algunos servicios continuaron exhibiendo variaciones anuales elevadas y no muestran una clara tendencia a la baja.

Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

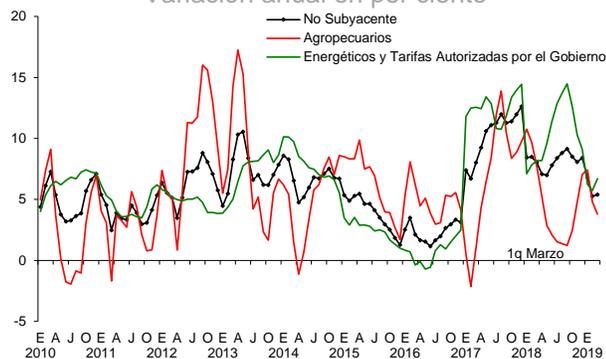
Gráfica 24
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, entre enero y la primera quincena de marzo de 2019 la inflación no subyacente anual disminuyó de 6.81 a 5.39%. Esta reducción se explica por los menores incrementos que se registraron en los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos, si bien estos últimos presentaron un cambio de tendencia al alza en la segunda quincena de febrero (Gráfica 25 y Cuadro 1), destacando los incrementos en los precios de las gasolinas y del gas L.P, los cuales reflejan los incrementos en los precios de sus correspondientes referencias internacionales.

Gráfica 25
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas registraron movimientos diferenciados. En particular, en lo que respecta a las provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que entre enero y febrero las medianas de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 y 2020 se ajustaron a la baja, de 3.80 a 3.65% y de 3.71 a 3.60%, respectivamente. Esta disminución se explica por una reducción en las expectativas implícitas para el componente no subyacente (de 4.73 a 4.11% y de 4.51 a 3.97%, respectivamente), toda vez que la mediana correspondiente al componente subyacente para 2019 permaneció sin cambios en 3.50% y la de 2020 se incrementó de 3.45 a 3.48%. Por otro lado, las medianas de las expectativas de inflación general para los próximos 12 meses –con referencia tanto al mes de levantamiento, como al mes siguiente– aumentaron de 3.98 a 4.17% y de 3.98 a 4.10%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general en el mediano plazo (próximos 4 años) disminuyó de 3.53 a 3.50%. A su vez, la correspondiente a horizontes de más largo plazo (próximos 5 a 8 años) se mantuvo estable alrededor de 3.50%. No obstante, cabe destacar que la mediana para el componente subyacente de mediano plazo se ajustó al alza para ubicarse en 3.50%, al tiempo que la correspondiente al más largo plazo permaneció en niveles cercanos a 3.40%, luego de haberse ubicado en 3.30% la mayor parte de 2018. De esta forma, las expectativas para la inflación, tanto general como subyacente, permanecen por encima del objetivo para inflación general de 3.00%. Finalmente, 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) se mantuvieron en niveles cercanos a 3.5%, en tanto que la prima por riesgo inflacionario se redujo, si bien se mantiene en niveles relativamente elevados.

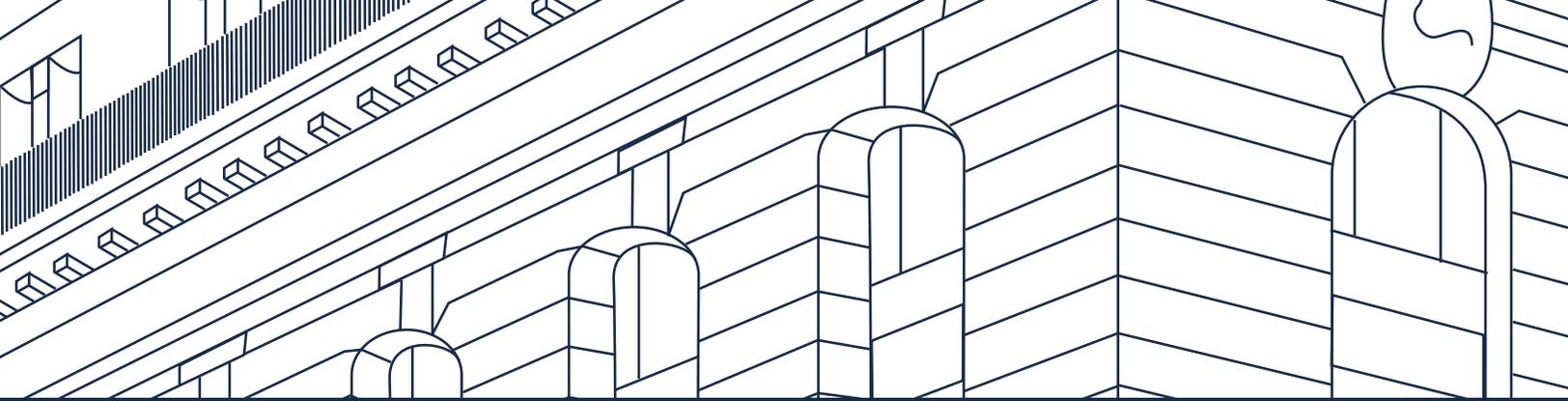
Considerando la postura de política monetaria y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación, incluyendo el entorno económico actual y la fase del ciclo económico, los pronósticos para la inflación general anual continúan anticipando que esta alcance niveles alrededor de la meta del Banco de México durante el primer semestre de 2020. Asimismo, se anticipa que la inflación subyacente anual se ubique en niveles alrededor de 3% desde el primer semestre de 2020.

Los pronósticos anteriores se encuentran sujetos a riesgos en el horizonte en el que opera la política monetaria, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. También, que se observen mayores presiones sobre los precios de los energéticos o nuevos incrementos en los de los productos agropecuarios. De igual forma, que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global. Asimismo, que se deterioren las finanzas públicas. Adicionalmente, considerando la magnitud de los aumentos recientes en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con afectaciones tanto en el empleo formal, como en los precios. En este mismo sentido, que la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente pudiera dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de largo plazo a disminuir. A la baja, que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. También, que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. En suma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, se mantienen otros que la podrían presionar al alza en mayor magnitud y desviarla de la trayectoria prevista. Por ello, aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre.

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

Concepto	Enero 2019	Febrero 2019	1q Marzo 2019
INPC	4.37	3.94	3.95
Subyacente	3.60	3.54	3.51
Mercancías	3.66	3.61	3.68
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.30	4.34	4.52
Mercancías No Alimenticias	3.03	2.90	2.86
Servicios	3.51	3.43	3.31
Vivienda	2.59	2.62	2.66
Educación (Colegiaturas)	4.68	4.84	4.84
Otros Servicios	4.28	4.02	3.67
No Subyacente	6.81	5.25	5.39
Agropecuarios	7.41	4.80	3.80
Frutas y Verduras	13.23	10.68	10.21
Pecuarios	1.95	0.77	-0.33
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.26	5.73	6.70
Energéticos	7.36	6.57	7.94
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.45	3.43	3.36

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 11 de abril de 2019

