



BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 64

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 20 de diciembre de 2018





## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

**1.1 Lugar:** Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México.

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 19 de diciembre de 2018.

### 1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

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

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

Lic. Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente 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 en el cuarto trimestre de 2018 la economía mundial parece haber mostrado una expansión menor a la registrada durante la primera mitad del año y con un desempeño diferenciado entre distintas regiones y países. Uno agregó que, si bien la moderación en el dinamismo de la economía global se ha dado de manera gradual, algunos indicadores sugieren un posible debilitamiento más pronunciado al previsto hasta ahora, destacando los casos de Estados Unidos, China, la zona del euro y Japón. En cuanto a las previsiones para la actividad económica global, la mayoría señaló que estas se han venido revisando a la baja, por lo que se espera esta se expandirá a un ritmo más moderado. En este contexto, algunos concordaron en que el balance de riesgos para el crecimiento económico mundial sigue presentando un sesgo negativo. La mayoría coincidió en que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento de las disputas comerciales; ii) un apretamiento de las condiciones financieras globales, si bien este riesgo se ha reducido recientemente; iii) diversos factores políticos y geopolíticos; y iv) la volatilidad de los precios del petróleo.

Sobre el primero de estos riesgos, la mayoría mencionó que el conflicto comercial entre China y Estados Unidos se mantiene como uno de los principales elementos de preocupación. Al respecto, uno añadió que no obstante los avances recientes en las negociaciones, no puede descartarse la posibilidad de una nueva etapa de mayores aranceles entre ambas economías. En este sentido, otro alertó que el comercio mundial se ha desacelerado significativamente y que los índices de gerentes de compras del sector manufacturero muestran una clara reducción, especialmente los de pedidos de exportación. Por último, otro apuntó que la agudización de este elemento de riesgo podría incidir sobre las cadenas de producción y agotar las posibilidades de una pronta recuperación para la economía global. En cuanto a los riesgos políticos y geopolíticos, algunos detallaron que las persistentes dificultades en algunas economías de importancia sistémica continúan acentuando el clima de incertidumbre. Uno destacó el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, para el que no solo se han materializado retrasos importantes, sino que también ha disminuido la probabilidad de un acuerdo bajo términos razonables para ambas partes. Por otra parte, agregó que, si bien el acuerdo en temas fiscales alcanzado entre el gobierno de Italia y las autoridades de la Unión Europea elimina la posibilidad de sanciones y reduce la incertidumbre, persiste el riesgo de un deterioro sostenido de las finanzas públicas y de las perspectivas macroeconómicas de ese país. En este contexto, uno subrayó que los problemas políticos y geopolíticos en Reino Unido, Italia, Francia y China, así como riesgos idiosincrásicos de economías emergentes, seguirán contribuyendo al entorno de elevada incertidumbre. Finalmente, respecto de los riesgos relacionados con los precios del petróleo, uno destacó que, en un entorno de desaceleración económica global y debido al incremento de la producción de crudo por otros productores, es incierto el comportamiento de los precios para los próximos meses a pesar de los recortes a la producción acordados por algunos de los principales países productores.

La mayoría señaló que se ha mantenido la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. Al respecto detalló que, si bien la actividad económica en Estados Unidos presentó una moderación en el cuarto trimestre del año, esta mantiene una expansión superior a la de la zona del euro, Japón y el Reino Unido. En particular, un miembro puntualizó que el dinamismo en la actividad de Estados Unidos refleja, entre otros factores, la postura fiscal pro-cíclica adoptada y la fase madura del ciclo por la que transita su economía. En cuanto a las perspectivas de

crecimiento de las economías avanzadas, la mayoría coincidió en que estas se han revisado a la baja. Afirmó que en el caso de Estados Unidos la información más reciente de los mercados financieros refleja la expectativa de una desaceleración económica y que en dicho proceso se enfrentarán factores de riesgo considerables. En este sentido, uno destacó que existe la percepción de que la desaceleración ocurrirá al agotarse el estímulo fiscal, entre otros factores. Algunos mencionaron que, si bien la probabilidad de una recesión en ese país en los próximos años sigue siendo baja, esta ha ido aumentando.

En lo referente a las economías emergentes, un miembro señaló que su crecimiento muestra marcadas diferencias y que se ha debilitado. Además, mencionó que los pronósticos de su crecimiento se han revisado a la baja. En este sentido, la mayoría destacó la desaceleración económica de China y las revisiones a la baja de las estimaciones de su crecimiento ante las mayores tensiones comerciales con Estados Unidos. Finalmente, otro apuntó que se espera que los riesgos para las economías emergentes persistan.

La mayoría añadió que se han observado menores presiones inflacionarias a nivel global, aunque con diferencias significativas entre países. Algunos miembros mencionaron que la información reciente muestra un apretamiento en los mercados laborales, añadiendo uno de ellos que se observan aumentos graduales en los salarios. A pesar de ello, algunos señalaron que la inflación en las principales economías avanzadas parece haber moderado su tendencia ascendente, y uno agregó que esta parecería ya haber alcanzado sus niveles máximos en este ciclo. Otro destacó que los niveles de inflación alcanzados son relativamente reducidos en términos históricos. En el caso de Estados Unidos, la mayoría notó que el menor dinamismo económico, la caída reciente en el precio del petróleo y la mayor fortaleza del dólar han contribuido a que la inflación general y la subyacente se ubiquen alrededor de la meta de 2% de la Reserva Federal. Un miembro apuntó que, en contraste, en la zona del euro y Japón la inflación subyacente se encuentra claramente por debajo de las metas de sus bancos centrales. Otro consideró que el balance de riesgos para la inflación global se encuentra relativamente estable.

Respecto de la política monetaria en economías avanzadas, algunos miembros apuntaron que, dado el entorno de menores presiones inflacionarias y menor dinamismo a nivel mundial, se prevé que el ritmo de normalización monetaria sea más lento al previsto hace unos meses. Uno mencionó que, para

estas economías, los precios de diversos activos financieros capturan la expectativa de una moderación importante en la velocidad de retiro del estímulo monetario. En el caso de Estados Unidos, todos los miembros mencionaron que, como se anticipaba, la Reserva Federal aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en diciembre, y que prevé un menor ritmo de normalización monetaria en lo sucesivo. Arguenteron que esto último obedece a la previsión de menores presiones inflacionarias y a la expectativa de un menor dinamismo económico. Algunos miembros puntualizaron que las proyecciones de los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto reflejan ahora dos incrementos adicionales en 2019 y uno en 2020. Otro señaló que dichas proyecciones muestran un menor nivel de tasas de interés para los próximos años y para el largo plazo. Respecto de los instrumentos de mercado, un miembro precisó que reflejan la expectativa de menores incrementos de la tasa de referencia y otro añadió que estos a la fecha no incorporan ajustes adicionales en el próximo año. Uno afirmó que, adicionalmente, la política de estrechamiento cuantitativo continuará siendo gradual, transparente y previsible. Al respecto, otro detalló que a pesar de que la Reserva Federal ha seguido un proceso gradual y preanunciado de normalización, las crecientes tensiones comerciales y el importante estímulo fiscal adoptado en la fase madura del ciclo, han hecho más complejo e incierto el comportamiento de su economía y de las perspectivas de inflación. Por otra parte, en cuanto a la zona del euro, un miembro precisó que, aunque el Banco Central Europeo anunció la conclusión de su programa de compra de activos, señaló que tanto el nivel de la tasa de interés, como el tamaño de la hoja de balance, podrían mantenerse en sus niveles actuales por un tiempo prolongado. En lo referente a los bancos centrales de economías emergentes, un miembro señaló que estos mantuvieron una retórica más vigilante respecto de la inflación, y que enfatizaron su interés por preservar la estabilidad financiera.

La mayoría coincidió en que los mercados financieros internacionales han mostrado una elevada volatilidad y que los precios de los activos de las economías emergentes han presentado cierto deterioro, si bien su evolución ha mejorado en los últimos días. En este sentido, algunos mencionaron que la mayor incertidumbre sobre la actividad económica, especialmente en Estados Unidos, y sus implicaciones para las condiciones financieras globales, ha propiciado ajustes en los mercados accionarios y una mayor aversión al riesgo. Uno de ellos afirmó que este entorno internacional adverso obedeció también a la combinación de mayores

tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, así como por la percepción de cierto agotamiento de los efectos del estímulo fiscal sobre la actividad económica. Asimismo, precisó que esto se ha notado especialmente en los países que tienen cimientos macroeconómicos vulnerables o enfrentan factores de riesgo idiosincráticos. Otro puntualizó que recientemente se han observado disminuciones de las tasas de interés de los bonos gubernamentales en los principales países desarrollados, así como una depreciación del dólar frente a las divisas más importantes. Uno detalló que en lo que va del cuarto trimestre el mercado accionario estadounidense ha acumulado una caída cercana al 15% y las tasas de los bonos del tesoro a 10 años pasaron de 2.86% a principios de septiembre a 3.24% a mediados de octubre, para luego nuevamente bajar a 2.82% el 18 de diciembre. Adicionalmente, algunos apuntaron que las cotizaciones del petróleo han seguido disminuyendo, lo que ha contribuido a este ambiente de incertidumbre. Además, uno de ellos advirtió que es importante considerar que los ajustes en los mercados pueden resultar particularmente abruptos ante acontecimientos relacionados con la desaceleración de la economía china, en un contexto en el que no se vislumbra la implementación de nuevas medidas a gran escala para contrarrestarla. En este sentido, uno destacó que en este entorno los activos en las economías emergentes presentaron pérdidas moderadas y que los inversionistas continúan reduciendo su exposición a instrumentos de renta fija de estas economías, mientras que han aumentado sus posiciones en activos de renta variable. Uno notó que recientemente la expectativa de un proceso más gradual de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas ha atenuado la volatilidad en los mercados financieros internacionales y permitido cierta recuperación de los precios de los activos de las economías emergentes. Finalmente, la mayoría señaló que, dada la posible persistencia y/o materialización de algunos de los factores de riesgo señalados, persiste el potencial de nuevos episodios de turbulencia.

En cuanto a la actividad económica en México, la mayoría de los integrantes de la Junta estimó que en el cuarto trimestre de 2018 se ha presentado una desaceleración respecto al repunte observado en el trimestre previo. Uno mencionó que, aunque la información disponible es escasa, diversos indicadores publicados hasta la fecha, entre ellos la producción industrial, las encuestas de opinión del sector empresarial y los puestos de trabajo afiliados al IMSS, apuntan a un menor crecimiento. Por el lado de la demanda agregada, la mayoría coincidió en que persiste la tendencia negativa de la inversión, destacando uno el menor gasto en construcción y en

maquinaria y equipo nacional. Otro señaló que la trayectoria de la inversión continúa siendo un motivo de preocupación y notó que la inversión fija bruta mostró, hasta el mes de septiembre, una tendencia a la baja desde niveles muy reducidos. Añadió que parece poco probable que este indicador se fortalezca en el corto plazo, y que si bien son varios los determinantes de la debilidad de la inversión, la falta de confianza es claramente uno de los más importantes entre ellos, por lo que de no tomarse acciones decididas para revertir esta situación, la recuperación de la inversión se verá obstaculizada de manera importante. La mayoría subrayó que, en opinión de analistas económicos encuestados por el Banco de México, la coyuntura actual para realizar inversiones pasa por un mal momento. Uno de ellos alertó que dicho escenario empeoró considerablemente en la última encuesta. Otro expuso que los indicadores de confianza de las empresas han registrado en los últimos meses un deterioro generalizado, ubicándose los correspondientes al sector manufacturero, comercial y de la construcción en niveles considerados pesimistas. Por otra parte, la mayoría resaltó la expansión del consumo privado. En cuanto a la demanda externa, algunos notaron que, en el margen, el dinamismo de las exportaciones manufactureras se ha moderado. Uno de ellos destacó el caso de las exportaciones automotrices. Otro manifestó que, no obstante el declive observado en octubre, las exportaciones manufactureras mantienen una tendencia alcista. Por el lado de la producción, un integrante agregó que, si bien se ha mantenido el dinamismo de los servicios, en el margen se debilitó la actividad industrial, especialmente las manufacturas y la minería, la cual mostró un marcado deterioro asociado a la extracción de crudo.

La mayoría señaló que se han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento económico para el cierre de este año y el siguiente, tanto por organismos internacionales, como por dependencias públicas y organizaciones del sector privado. Un integrante destacó que el entorno de crecimiento para 2019 está sujeto a una elevada incertidumbre y dependerá tanto de las políticas públicas que se implementen, como de sus efectos en la inversión privada y el consumo. En este contexto, la mayoría de los miembros comentó que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja y se ha deteriorado. Uno agregó que el sesgo a la baja se observa tanto en un horizonte de corto como de mediano plazo. Además de los riesgos globales descritos anteriormente, algunos mencionaron riesgos adicionales, entre los que destacan: i) que se enfrenten obstáculos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados entre México,

Estados Unidos y Canadá; ii) que se presenten factores que propicien mayor incertidumbre interna y una menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana; y, iii) que se presenten algunos atrasos en la ejecución del gasto público ante el cambio de administración. Además, la mayoría argumentó que existen importantes factores de riesgo para el mediano y largo plazos, indicando uno de ellos que estos son inclusive más preocupantes que los que se enfrentan en el corto plazo. Entre los riesgos señalados por la mayoría figuran aquellos de carácter estructural derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en la economía y la capacidad de crecimiento; así como los derivados de la falta de Estado de derecho, inseguridad pública e impunidad que están afectando considerablemente las perspectivas de inversión y crecimiento económico. Además, uno agregó que los desafíos son más complejos al considerar que no se espera un incremento del cociente de inversión pública a PIB en los próximos años, que es difícil esperar que el dinamismo del consumo continúe en un entorno de persistente debilidad de la inversión, y que las exportaciones pueden verse afectadas ante la perspectiva de un menor crecimiento del comercio mundial.

La mayoría consideró que las condiciones de holgura en la economía se han mantenido en niveles relativamente menos estrechos que los observados a principios del año. Algunos mencionaron que la fase del ciclo de negocios por la que atraviesa la economía mexicana no se ha modificado de manera importante desde la última decisión de política monetaria. Al respecto, algunos miembros indicaron que la mayoría de los indicadores de holgura, excepto los del mercado laboral, se mantienen en terreno neutral. Uno de ellos detalló que la economía opera con una brecha de producto de alrededor de cero. Por su parte, algunos comentaron que el mercado laboral mantiene condiciones estrechas y uno de ellos agregó que los salarios han aumentado. Algunos sostuvieron que no se perciben presiones de demanda agregada en el corto plazo. Uno de ellos señaló que esto obedece a que se anticipa cierta moderación en la actividad económica en dicho horizonte. En este sentido, otro agregó que se sigue esperando que la brecha del producto continúe reduciéndose en los siguientes trimestres, hasta situarse alrededor de cero hacia finales del 2019 y moderadamente por debajo de cero hacia finales del 2020.

La mayoría señaló que de octubre a noviembre la inflación general disminuyó de 4.90% a 4.72%, exhibiendo reducciones tanto en el componente subyacente, como en el no subyacente. Un miembro

puntualizó que la inflación general, tras haber alcanzado un nivel máximo de 6.77% en diciembre de 2017, ha mostrado una lenta tendencia descendente. Otro detalló que la inflación presentó de octubre a noviembre una disminución por segundo mes consecutivo, si bien otro alertó que es prematuro concluir que la tendencia inflacionaria ya ha retomado una trayectoria a la baja, añadiendo que la mayoría de los indicadores coyunturales confirman que las presiones inflacionarias persisten. Uno resaltó que la inflación general se ha visto afectada desde junio por aumentos considerables en la inflación no subyacente, particularmente por aumentos en los precios de los energéticos.

Con respecto a los componentes de la inflación general, algunos expresaron que de octubre a noviembre el no subyacente disminuyó de 8.50% a 8.07%, reflejando menores incrementos en los precios de los energéticos. Sin embargo, notaron que esto fue contrarrestado parcialmente por mayores aumentos en los precios de algunos productos agropecuarios, por lo que este subíndice se mantiene en niveles elevados. Al respecto, algunos puntualizaron que los precios de frutas y verduras han mostrado un fuerte incremento en semanas recientes. Respecto de la inflación subyacente, todos coincidieron en que los choques que han afectado al componente no subyacente también han influido en el subyacente a través de los efectos indirectos que han tenido sobre los costos de producción. La mayoría indicó que a pesar de que la inflación subyacente disminuyó de 3.73% a 3.63% de octubre a noviembre, muestra un elevado grado de resistencia a disminuir debido a los choques mencionados, así como a factores estructurales. Uno enfatizó que esta se ha reducido con notoria lentitud. Adicionalmente, otro miembro precisó que el comportamiento reciente del subíndice subyacente todavía no refleja una disminución generalizada de sus componentes. Uno notó que después de disminuir en el primer semestre del año, dicho subíndice registró 3.62% en junio y 3.63% en noviembre y agregó que también se ha visto afectado por un incremento en la variación anual de los servicios distintos de la vivienda y la educación. Por último, otro añadió que la elevada persistencia en el subíndice de mercancías y de servicios, así como los efectos indirectos del tipo de cambio, también han incidido sobre la evolución de la inflación subyacente.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación general a diferentes plazos han aumentado. En particular, destacó que para el cierre de 2019 se incrementaron de 3.71% a 3.89% entre octubre y diciembre, mientras que las correspondientes al cierre de 2020 aumentaron de 3.50% a 3.79% en el

mismo periodo. Asimismo, indicó que entre octubre y diciembre las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2019 se ajustaron de 3.45% a 3.50%, mientras que las del cierre de 2020 aumentaron de 3.33% a 3.37%. La mayoría también notó que las expectativas de inflación general para el mediano y largo plazos siguen ubicándose por encima de la meta permanente de 3%, en niveles alrededor de 3.50%. Por su parte, uno advirtió que las expectativas de mediano plazo (hasta cuatro años) aumentaron y que la dispersión de las de largo plazo se ha incrementado. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la mayoría recalcó que la prima por riesgos inflacionarios de mediano y largo plazos continúa en niveles elevados.

La mayoría señaló que los pronósticos de inflación se revisaron al alza. Un miembro detalló que los efectos indirectos sobre la inflación subyacente han ocasionado que esta se desvíe de la trayectoria prevista en los pronósticos. En este contexto, algunos miembros destacaron que la revisión al alza de los pronósticos se debe principalmente a una trayectoria del tipo de cambio más depreciada de lo previsto y a mayores precios de productos agrícolas, particularmente, de frutas y verduras. Uno de ellos precisó que la revisión al alza de los precios en dichas categorías —resultado de afectaciones climáticas— compensa parcialmente la caída en el precio de los energéticos. Otro agregó a los factores que afectan las previsiones para la inflación el incremento reciente de los salarios mínimos.

La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación ha presentado un deterioro y mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre. Algunos apuntaron que en un entorno externo adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna, se han materializado ciertos riesgos al alza para la inflación. Uno de ellos recalcó que, ante este entorno, las perspectivas para la inflación en el corto y mediano plazo se han tornado más inciertas. Por su parte, un integrante estimó que en el margen tanto la estabilización del mercado cambiario, como un entorno externo moderadamente menos desfavorable, han mejorado el panorama para la inflación en el corto plazo. Sin embargo, reconoció que persisten riesgos considerables de mayor plazo para la inflación, y que el componente subyacente continúa mostrando un elevado grado de incertidumbre. Algunos coincidieron en que existe un alto riesgo de que se retrase el periodo de convergencia de la inflación general a la meta de 3%. Uno de ellos añadió que los riesgos se acentúan en un entorno en el que, para la inflación general y en

menor medida para la subyacente, las expectativas de inflación basadas en encuestas para los próximos dos años se han ajustado al alza, inclusive sin incorporar el impacto del reciente aumento de los salarios mínimos.

En cuanto a los principales riesgos cíclicos al alza para inflación, la mayoría destacó: la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional continúe viéndose presionada por factores externos e internos; que se observen nuevas presiones sobre los precios de los energéticos o incrementos en los precios de los productos agropecuarios; que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; y que se deterioren las finanzas públicas. Adicionalmente, mencionó que, 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 en el empleo formal y en los precios. Algunos señalaron que por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios. La mayoría apuntó que, además, la inflación enfrenta riesgos de carácter estructural derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en el proceso de formación de precios en la economía. Al respecto, algunos detallaron que podría observarse un debilitamiento estructural de las finanzas públicas, agregando uno que, a su parecer, este es uno de los principales riesgos para la inflación. Otro mencionó la posibilidad de que la economía muestre un menor crecimiento potencial.

Todos destacaron que desde la última decisión de política monetaria, los precios de los activos financieros en México continuaron mostrando una marcada volatilidad. La mayoría coincidió en que además de los factores externos ya mencionados, este entorno continuó reflejando la incertidumbre en torno a las políticas de la nueva administración, añadiendo uno de ellos que, en su opinión, este último factor ha sido el más relevante. La mayoría señaló que entre los elementos que han propiciado el ambiente de incertidumbre destacan: la intención de cancelar el proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de México, la preocupación por el modelo de negocios de Pemex y el posible efecto de distintos proyectos legislativos. Así, apuntó que en este entorno, la cotización de la moneda nacional se ha visto presionada, si bien algunos mencionaron que las condiciones de operación del mercado cambiario se mantienen adecuadas, añadiendo uno que este ha mantenido niveles estables de liquidez,

profundidad y volumen. La mayoría indicó que tanto las tasas de interés, principalmente de mediano y largo plazos, como las primas de riesgo soberano, se mantienen en niveles elevados. Puntualizó que las tasas de interés de mediano y largo plazos alcanzaron sus niveles más altos en los últimos diez años y que las condiciones de operación en dicho mercado se han deteriorado significativamente. En este sentido, uno comentó que las subastas primarias han mostrado una menor participación de inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, especialmente en los instrumentos de mayor duración y plazo. Otro resaltó que los diferenciales de tasas de interés respecto a las de Estados Unidos también se encuentran en niveles elevados. Algunos agregaron que los índices accionarios también mostraron caídas, recalando uno de ellos que la Bolsa Mexicana de Valores se encuentra en niveles no observados desde 2014. La mayoría manifestó que, no obstante la volatilidad que se observó en los mercados financieros nacionales, en los últimos días estos han tenido un mejor desempeño, con una reversión moderada de la depreciación de la moneda nacional y una reducción tanto de las tasas de interés de mediano y largo plazos, como de las primas de riesgo soberano. Uno precisó en este sentido que las tasas de interés de largo plazo han registrado disminuciones de más de 50 puntos base, y que, como consecuencia de ello, se ha revertido de manera importante el empinamiento de la curva de rendimientos que se había registrado. La mayoría argumentó que esta mejoría obedeció a la respuesta favorable de los mercados a la presentación del paquete económico de 2019 por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público al H. Congreso de la Unión, así como a factores externos, particularmente la expectativa de menores aumentos de la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal.

La mayoría de los miembros consideró que el entorno tanto interno como externo descrito presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, por lo que es particularmente importante que además de continuar con una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas y se lleven a cabo acciones que conduzcan a una mayor productividad. Un miembro argumentó que lo anterior se ha vuelto necesario no solo para promover mayor crecimiento y desarrollo económicos, sino también para evitar la materialización de factores de riesgo que pudieran propiciar salidas de capital. Como parte de las medidas para mejorar la confianza de los

inversionistas, la mayoría mencionó la necesidad de ofrecer mayor claridad sobre el modelo de negocios de Pemex y, en general, sobre la política energética a seguir en los próximos años. En este sentido, un miembro recalcó que existen fuertes preocupaciones sobre el futuro de dicha compañía y de la CFE y otro sostuvo que el fortalecimiento de la confianza podría requerir de esfuerzos considerables en distintos ámbitos y de un periodo prolongado. Con respecto a la consolidación de las finanzas públicas, la mayoría destacó que el paquete económico para 2019 presentado por la SHCP ante el H. Congreso de la Unión es consistente con el fortalecimiento requerido en este rubro y que fue elaborado con base en un escenario macroeconómico con supuestos realistas. Sostuvo que, como parte de las medidas para fortalecer los fundamentos macroeconómicos del país, es particularmente relevante que se cumplan las metas fiscales incluidas en dicho paquete económico. Algunos consideraron que la implementación estricta de las metas fiscales constituye un reto, dado lo ambicioso de los nuevos proyectos del Gobierno Federal y la incertidumbre inherente a los supuestos macroeconómicos utilizados. Un miembro destacó que este reto es el de mayor trascendencia para las finanzas públicas en 2019 en virtud del deterioro de la confianza. Entre los riesgos a los que están sujetos estos supuestos para 2019, la mayoría señaló la posibilidad de que las menores tasas impositivas en la frontera ocasionen una disminución en la recaudación mayor a la prevista; de que la tasa de crecimiento de la economía sea menor al 2% contemplado en el presupuesto, derivado por ejemplo de un menor crecimiento mundial al esperado; y de que la plataforma de producción de petróleo resulte inferior a la contemplada en la Ley de Ingresos de la Federación. Uno de ellos señaló como riesgos adicionales que se intensifique la disminución del gasto público que típicamente ocurre al inicio de una nueva administración como resultado de la salida de servidores públicos con mayor experiencia a consecuencia de las medidas de austeridad y que tenga lugar una revisión de la calificación crediticia soberana que conduzca a un mayor costo financiero de la deuda pública.

Con respecto a las medidas encaminadas al fortalecimiento de la productividad y el crecimiento potencial, algunos destacaron la necesidad de reducir la inseguridad pública, la corrupción y la debilidad del Estado de derecho en el país. Uno de ellos señaló que persisten dudas sobre la efectividad del combate a la corrupción y el mejoramiento de la seguridad pública. Puntualizó que los analistas encuestados por el Banco de México continúan señalando a estos dos obstáculos, y en general a la falta de Estado de derecho, como importantes frenos



al crecimiento y la inversión. Por su parte, algunos sostuvieron que, en adición a lo anterior, la poca efectividad en las políticas de promoción de la competencia económica también ha mermado el crecimiento potencial y ha sido una fuente de inercia inflacionaria. En el mismo sentido, algunos consideraron que las políticas contempladas por el Gobierno Federal pueden generar distorsiones y afectar la eficiencia en la asignación de recursos en la economía y, por lo tanto, a la productividad. Un miembro señaló que será necesario asegurar la congruencia de las acciones contempladas, los proyectos multianuales considerados y los supuestos utilizados, especialmente respecto del crecimiento de la economía y la producción de petróleo, con la fortaleza de las finanzas públicas a mediano y largo plazos. Algunos advirtieron que el paquete económico no mejora la estructura del gasto y que la nueva estrategia del Gobierno Federal pareciera privilegiar el consumo sobre la formación de capital físico y humano, lo que también podría repercutir en el crecimiento potencial. Señalaron que, en el nuevo presupuesto, la inversión pública no aumenta en proporción al PIB y será destinada a proyectos cuya rentabilidad financiera y social no es evidente. Uno de ellos agregó que en los nuevos programas sociales no parece haber una clara estructura de incentivos inter-temporales hacia una mayor productividad y eficiencia, lo cual podría significar un fuerte costo en el bienestar. Otro indicó que la combinación de estancamiento en la inversión y fortaleza en el consumo puede tener implicaciones importantes tanto para el crecimiento de la economía, como para la conducción de la política monetaria. Un integrante destacó que aún falta que se den a conocer las estrategias del nuevo gobierno en sectores clave para el desarrollo, en donde existían procesos de implementación de reformas de alcance y madurez de mediano y largo plazos, tales como educación y energía. Mencionó que hacia adelante será importante mantener una comunicación abierta y estrecha entre las autoridades fiscal y monetaria para identificar oportunamente un posible deterioro en los fundamentales macroeconómicos del país y para que cada una pueda actuar con celeridad y prudencia en sus respectivos ámbitos de competencia.

Por otra parte, un integrante profundizó sobre los factores a considerar en la conducción de la política monetaria. Destacó que desde mediados de 2015, la economía ha experimentado un choque adverso a su potencial de crecimiento, acompañado de una mayor restricción de financiamiento externo. En ese contexto, mencionó que la reducción en los últimos años del déficit de la cuenta corriente de un nivel de alrededor de 2.5% del PIB en 2015 a uno

ligeramente por arriba del 1.5% en 2017 se llevó a cabo de manera relativamente ordenada, con un costo en el crecimiento de un poco más de un punto porcentual, pasando de 3.29% en 2015 a 2.04% en 2017 y a cerca de 2.2% este año. Manifestó que ante tales choques, la postura fiscal se restringió, reduciéndose los requerimientos financieros del sector público en cerca de tres puntos del PIB entre 2015 y 2018, de 4% en 2015 a 1.1% en 2017. Sostuvo que, a su vez, la política monetaria respondió mediante un apretamiento importante para evitar que se desanclaran las expectativas de inflación de largo plazo y contener la descompresión de la prima por plazo, incrementando la tasa de referencia de 3% a 8.25% actualmente. Apuntó que ante los choques referidos, el tipo de cambio real y las tasas reales de interés se ajustaron. Recalcó que la magnitud relativa del ajuste en el tipo de cambio real y las tasas reales depende de la magnitud relativa de los ajustes de las políticas fiscal y monetaria; es decir, en la medida en que el ajuste en la política fiscal es mayor, una mayor parte del ajuste recae sobre el tipo de cambio real, mientras que en la medida en que el ajuste en la postura monetaria es mayor, el mayor peso del ajuste recae sobre las tasas de interés reales. Por otra parte, señaló que la fuerte inercia que muestra la inflación subyacente, así como la subyacente fundamental, no es un fenómeno reciente. Indicó que lo anterior fue motivado por el nulo crecimiento de la productividad, lo cual dificulta que la economía absorba choques de oferta sin un elevado costo en la inflación. Además, agregó que existen otras distorsiones que conducen a que la inflación muestre una elevada persistencia, tal como el elevado poder de mercado que existe en muchos sectores de la economía, el cual hace que la inflación subyacente sea muy resistente a reducirse. En este contexto, resaltó que, ante dichas distorsiones, la política monetaria es un instrumento poco efectivo para reducir a la inflación. Puntualizó que un caso que ilustra lo anterior es el de un crecimiento de los salarios reales por arriba de la productividad, lo que podría conducir a una mayor inflación, poniendo en riesgo el objetivo de elevar el poder adquisitivo de las remuneraciones. Argumentó que implementar una decidida política de competencia en algunos sectores debería conducir a una reducción en el precio relativo de los bienes y servicios poco competidos, conduciendo a una elevación en el poder adquisitivo de los salarios sin generar riesgos y presiones sobre la inflación. Destacó que esta situación es particularmente relevante en el caso de las canastas de consumo de los segmentos de la población con menores ingresos, ya que es posible que cerca del 50% de los bienes y servicios que conforman sus canastas de consumo provengan de sectores con una elevada concentración de mercado. Advirtió que el hecho de

que el nivel del salario mínimo se haya situado por debajo de la línea de pobreza extrema torna más urgente el crear una política de competencia efectiva. Recalcó que otros elementos que pueden estar propiciando una fuerte persistencia de la inflación son políticas públicas en materia de determinación de los precios de los energéticos e histéresis en la formación de precios en la economía. Apuntó que son varias las distorsiones en la economía que pueden estar incidiendo en el elevado grado de inercia que está mostrando la inflación subyacente. Aseveró que en algunos casos, la política monetaria es y debe ser el principal instrumento para combatirla, mientras que en otros puede tornarse en un instrumento poco efectivo, dependiendo de la distorsión que esté generando la referida persistencia.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que la política monetaria continúa enfrentando una situación compleja, caracterizada por un elevado nivel de incertidumbre, en el que el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, en el que se han materializado algunos de los riesgos anticipados para esta, tanto bajo una perspectiva de corto como de largo plazo, así como por la posibilidad de que se vean afectadas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. La mayoría señaló que entre los factores a considerar para la decisión de política monetaria figuran que el componente no subyacente continúa en niveles elevados, afectando a la inflación general y presionando a la subyacente; que esta última ha mostrado resistencia a disminuir; que las expectativas de inflación de corto plazo se han incrementado; y que la prima por riesgo inflacionario ha llegado a ubicarse en niveles altos. Uno añadió que lo anterior se da en conjunto con la perspectiva de una brecha del producto negativa y un balance de riesgos para el crecimiento a la baja.

Algunos advirtieron que la evolución de la inflación subyacente se ha desviado de la trayectoria prevista en los pronósticos y continúa mostrando una elevada incertidumbre, lo que constituye un riesgo para la política monetaria. En este sentido, la mayoría coincidió en que el Instituto Central debe reforzar su postura monetaria en congruencia con el cumplimiento del objetivo de inflación en los tiempos previstos y mitigar el riesgo de un desanclaje de las expectativas. Otro subrayó que la convergencia a la meta durante 2020 puede requerir de incrementos adicionales de la tasa de referencia. Si bien, precisó que para definir lo anterior, será necesario evaluar cuidadosamente la información más reciente sobre las perspectivas para la inflación y sus determinantes, incluyendo los elementos de incertidumbre externos e internos que puedan

afectarla, con miras a lograr dicha convergencia al menor costo posible para la actividad económica. Por su parte, otro resaltó que, considerando el reciente aumento en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal, así como la incertidumbre que ha rodeado a la economía mexicana y la volatilidad que han tenido los mercados financieros nacionales, los diferenciales de tasas de interés de corto plazo pueden contribuir a que la economía nacional transite por un entorno de mayor incertidumbre de manera ordenada y manteniendo las expectativas ancladas. La mayoría enfatizó que, dado el entorno actual, la política monetaria deberá mantener una postura prudente en los próximos meses. Uno comentó que, a pesar de la previsión de una desaceleración económica en el país, lo anterior es necesario debido a los choques que han afectado a la inflación, la posible persistencia de un entorno de incertidumbre, y la expectativa de continuación del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Al respecto, añadió que es importante tener presente que un deterioro de la confianza en el Banco Central resultaría en mayores costos tanto en términos de inflación, como de crecimiento económico. Asimismo, señaló que es indispensable mantener la credibilidad de la meta de inflación, por lo que el Instituto Central se debe enfocar en ese objetivo, pero ponderando las implicaciones para la actividad económica, lo que requiere de un enfoque balanceado. Otro considero importante que el comunicado de política monetaria señale que en este entorno de elevada incertidumbre, la Junta de Gobierno permanecerá vigilante de la evolución de la inflación, sus determinantes y sus expectativas y, en caso de ser necesario, actuará nuevamente y de manera oportuna para refrendar su compromiso con la estabilidad de precios, y que de esta manera, el Banco Central contribuye a lograr los objetivos de desarrollo económico y mejorar el bienestar de la población. Uno añadió que es importante comunicar una guía futura de política monetaria que transmita que, dada la inercia mostrada por la inflación subyacente, así como por la incertidumbre prevaleciente, es probable que la tasa de interés de referencia deba mantenerse en niveles elevados por un periodo prolongado.

### **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 se enfrenta un entorno de marcada incertidumbre, en el que el balance de riesgos para la inflación muestra un sesgo al alza y se han materializado algunos de los que la pudieran afectar, tanto bajo una perspectiva de corto como de largo plazo, así como la posibilidad de que se vean afectadas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad aumentar en 25 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día a 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 considere necesarias, en particular manteniendo o en su caso reforzando la postura monetaria, de tal manera que la tasa de referencia se ubique en niveles congruentes con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

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 adverso, 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, Manuel Ramos Francia y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8.25%.

## ANEXO

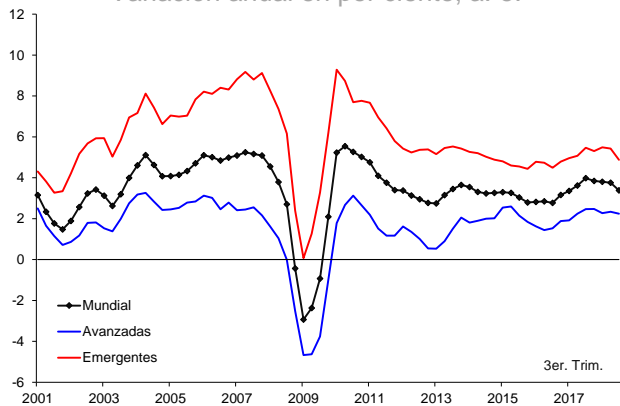
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones y Sistemas de Pagos, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

Se estima que durante el cuarto trimestre de 2018 la economía mundial ha continuado expandiéndose, si bien posiblemente a un ritmo menor que el registrado en la primera mitad del año y con heterogeneidad entre regiones y países (Gráfica 1). Para el mediano plazo se prevé que la actividad económica global siga creciendo, aunque a un ritmo menor que el registrado en 2018. Dicha desaceleración podría exacerbarse en caso de que se materialicen riesgos derivados de un escalamiento de las disputas comerciales o de un apretamiento en las condiciones financieras globales, aunque este último se ha reducido recientemente. A estos factores de riesgo se suman la volatilidad de los precios del petróleo y diversos elementos de incertidumbre política y geopolítica en algunas regiones del mundo.

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

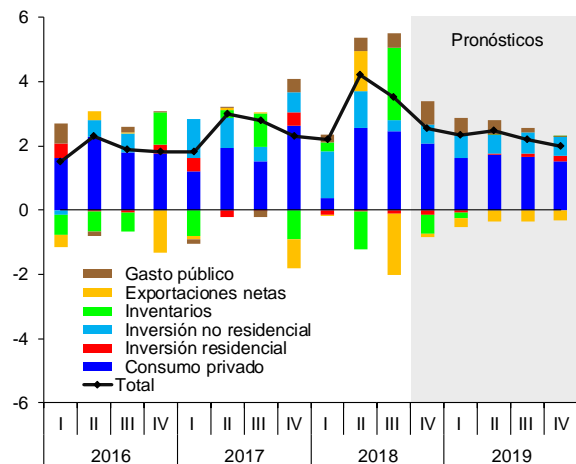
La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 84.6% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

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

En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren una moderación de la actividad económica durante el cuarto trimestre, después de crecer a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 3.5% en el tercero (Gráfica 2). El gasto en consumo privado ha seguido siendo apoyado por los estímulos fiscales, el crecimiento del empleo, la confianza de los hogares y, recientemente, por los menores precios de la gasolina. En contraste, la inversión residencial ha seguido perdiendo vigor y se prevé que continúe contrayéndose, debido, en parte, a las mayores tasas de interés, los elevados costos para la construcción y los menores incentivos fiscales para la vivienda. Asimismo, las cifras disponibles sobre comercio internacional apuntan a una contribución negativa de las exportaciones netas, reflejando la apreciación del dólar y la implementación de medidas arancelarias a nivel mundial. Además, la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía de ese país en el corto y mediano plazo ha aumentado como resultado del riesgo latente de una intensificación de las tensiones comerciales y de un apretamiento adicional en las condiciones financieras.

**Gráfica 2**  
**EUA: PIB Real y Componentes**

Variación trimestral anualizada y con ajuste estacional en por ciento y contribución en puntos porcentuales



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Blue Chip diciembre 2018.

La producción industrial en Estados Unidos aceleró su ritmo de crecimiento en noviembre, al pasar de un aumento mensual de 0.1% en octubre a uno de 0.6% en noviembre. El mayor crecimiento se debió al continuo avance de la producción minera y a la fuerte expansión del suministro de electricidad y gas que se derivó de una mayor demanda por energéticos como consecuencia de las temperaturas inusualmente bajas en varias regiones de ese país. En contraste, la actividad manufacturera se mantuvo débil, posiblemente como reflejo de los efectos de la apreciación del dólar y de la debilidad de la demanda externa.

El mercado laboral en Estados Unidos ha continuado fortaleciéndose, aunque a un ritmo más gradual. La nómina no agrícola se expandió en 155 mil plazas en noviembre, cifra menor a las 200 mil plazas mensuales que se habían creado en promedio en los meses anteriores, pero superior al necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral. De tal forma, la tasa de desempleo se mantuvo en 3.7% en noviembre, su menor nivel desde hace casi cinco décadas, y por debajo de la tasa natural de desempleo estimada por la Oficina de Presupuesto del Congreso de ese país (CBO, por sus siglas en inglés). A su vez, otros indicadores también muestran indicios de un menor ritmo de apretamiento en el mercado laboral, destacando el aumento en las solicitudes iniciales de desempleo y el menor porcentaje de empresas con plazas vacantes. Cabe señalar que, no obstante el menor ritmo de apretamiento del mercado laboral, el dinamismo y la menor holgura que este mercado ha mostrado a lo largo de 2018 respecto del año pasado han conducido a una aceleración en el crecimiento de los salarios.

En la zona del euro, los indicadores disponibles al cuarto trimestre apuntan a una recuperación del crecimiento económico menor a la anticipada, después de que la actividad económica se expandiera durante el tercer trimestre tan solo 0.6% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad. La debilidad en el último trimestre del año es atribuible a un desvanecimiento más lento de lo esperado de los factores transitorios que afectaron a algunos países de la región durante el tercer trimestre, particularmente Alemania e Italia. En efecto, los índices de gerentes de compras del sector manufacturero y la confianza de los negocios mantuvieron su tendencia negativa. Asimismo, en octubre la tasa de desempleo permaneció en 8.1% por cuarto mes consecutivo, reflejando un menor ritmo de apretamiento en el mercado laboral. No obstante, con información al tercer trimestre, los

salarios han registrado una aceleración en su ritmo de crecimiento, reflejando la menor holgura del mercado laboral en la región.

En Japón, las cifras disponibles sobre producción industrial y ventas al menudeo sugieren un repunte de la actividad económica en el cuarto trimestre, luego de que en el tercero esa economía se contrajera 2.5% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, debido al mal clima y a los efectos de ciertos desastres naturales. Por su parte, diversos indicadores continúan apuntando a que las condiciones del mercado laboral se mantienen estrechas, con una tasa de desempleo cercana al mínimo de los últimos 25 años. No obstante, la economía japonesa enfrenta riesgos para el crecimiento derivados de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y del incremento al impuesto al valor agregado que entrará en vigor a finales de 2019.

En las economías emergentes, el crecimiento del cuarto trimestre parece estarse estabilizando en un nivel más bajo que el observado en el primer semestre, aunque existe una elevada heterogeneidad entre economías. En China, la información más reciente refleja una mayor debilidad de la actividad económica, mientras que otras economías, como Turquía y Argentina, continúan reflejando los efectos negativos del deterioro de sus condiciones financieras.

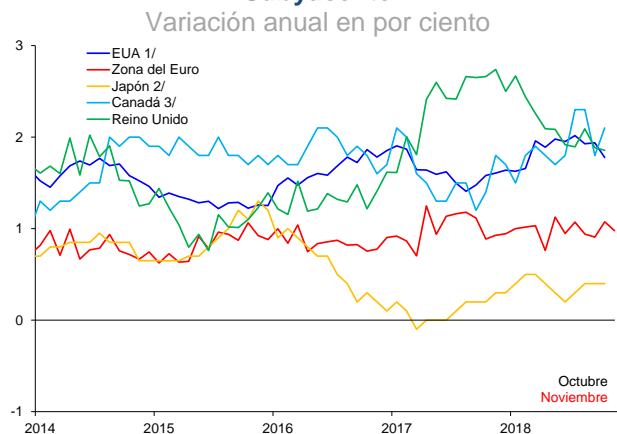
Los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento mixto durante las últimas semanas. Por una parte, los precios del petróleo extendieron la caída que venía observándose desde principios de octubre como resultado de los altos niveles de producción de crudo en Estados Unidos, Rusia y Arabia Saudita, así como por preocupaciones de que un menor ritmo de expansión en la economía mundial debilite la demanda por petróleo. Lo anterior motivó a que a inicios de diciembre los países miembros de la OPEP y otros productores de petróleo acordaran un recorte en la producción de crudo de 1.2 millones de barriles diarios a partir de enero de 2019 por un periodo de seis meses. No obstante, los precios del petróleo continuaron disminuyendo ante los temores de que dichos recortes pudieran ser insuficientes para equilibrar la oferta y la demanda de crudo a los precios entonces prevalecientes. Por otra parte, los precios de los metales industriales registraron un comportamiento errático ante la incertidumbre generada por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, así como por la desaceleración de la actividad económica en este

último país. Finalmente, los precios de los granos repuntaron como reflejo de la expectativa de un aumento en la demanda por parte de China, de la tregua comercial alcanzada entre China y Estados Unidos, y de la expectativa de un impacto negativo en la oferta de estos bienes derivado de las primeras nevadas en zonas de cultivo estadounidenses.

### A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En los últimos meses, la inflación en las principales economías avanzadas ha moderado su tendencia al alza, en un contexto en el que se han observado menores precios de la energía y un menor dinamismo económico. En particular, en Estados Unidos, si bien el deflactor del consumo todavía se sitúa alrededor de la meta del banco central, su componente subyacente se ubicó nuevamente por debajo de 2%. Por su parte, en la zona del euro y Japón la inflación subyacente continuó en niveles bajos e inferiores a las metas de sus bancos centrales (Gráfica 3).

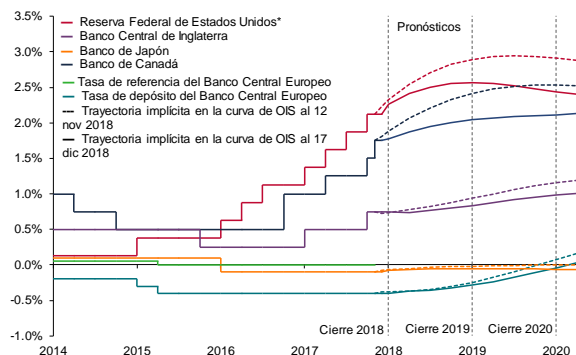
**Gráfica 3**  
**Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente**



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo (PCE).  
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.  
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).  
Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

En este entorno, si bien se sigue esperando que las autoridades monetarias continúen con el proceso de normalización de la política monetaria, se anticipa que el ajuste sea menor al previsto hace unos meses y que este se lleve a cabo a un ritmo más lento (Gráfica 4).

**Gráfica 4**  
**Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS<sup>1/</sup>**  
Porcentaje



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.  
\* Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (2.00% - 2.25%).  
Fuente: Bloomberg.

Conforme a lo esperado, en su reunión de diciembre la Reserva Federal incrementó el rango objetivo para la tasa de referencia en 25 puntos base, situándola en un rango de 2.25% a 2.50%. Dicha institución prevé que hacia adelante el ritmo de normalización de su postura monetaria será más gradual a lo previamente anunciado. Además, declaró que en la determinación del rumbo de su política monetaria se tomará en consideración la situación de la economía mundial, las condiciones financieras y sus implicaciones para las perspectivas económicas. Los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto revisaron a la baja sus perspectivas de crecimiento e inflación para 2018 y 2019 con respecto a lo estimado en septiembre, si bien describieron el ritmo de expansión de la economía como aún elevado. Adicionalmente, la mediana de los pronósticos de los miembros de este Comité para el número de incrementos en la tasa de interés de referencia durante 2019 se redujo de tres alzas de 25 puntos base a dos, al tiempo que la expectativa correspondiente para 2020 se mantuvo en un alza adicional. Asimismo, su estimación para la tasa de interés de largo plazo se revisó de 3% a 2.75%. Por su parte, las probabilidades implícitas en variables de mercados financieros anticipan menos de un alza en el rango de la tasa de fondos federales en 2019, e incluso comienzan a incorporar una posible reducción en la misma en 2020. Asimismo, algunas corredurías han ajustado a la baja sus pronósticos de incrementos de la tasa de referencia para el próximo año, aunque existe mucha divergencia entre los estimados de las mismas.

En su reunión de diciembre, el Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75%, aunque mostró un tono más cauteloso que en decisiones previas. En particular, enfatizó que los conflictos comerciales han tenido un impacto pronunciado en la demanda global. Además, esa institución destacó que, derivado de la caída en los precios del crudo, el desempeño del sector energético en esa economía pudiera ser más débil que lo actualmente anticipado y que la tasa de inflación podría disminuir más que lo previsto. Finalmente, señaló que los incrementos futuros dependerán de la evolución de los datos económicos y de otros factores, entre los que destacan el impacto en la actividad económica de alzas previas en la tasa de referencia, la evolución de los precios del crudo y las políticas comerciales a nivel global. En este contexto, la expectativa del siguiente aumento en la tasa de referencia implícita en variables de mercado se postergó de inicios a mediados de 2019.

Por su parte, en su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio la tasa de referencia en 0% y la tasa de depósitos y préstamos en -0.4% y 0.25%, respectivamente, reiterando que estas se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta el verano de 2019 y, en cualquier caso, durante el tiempo que sea necesario para garantizar la convergencia de la inflación a niveles cercanos a 2% en el mediano plazo. Asimismo, confirmó que el programa de compra de activos terminará este año y reiteró que reinvertirán el vencimiento de los bonos en su balance por un tiempo prolongado que se extenderá incluso más allá del primer incremento en la tasa de referencia. Además, ese banco central ajustó a la baja los pronósticos de crecimiento para este año y el próximo debido a que el balance de riesgos se ha deteriorado, al tiempo que estima que la inflación converja en el mediano plazo hacia el objetivo.

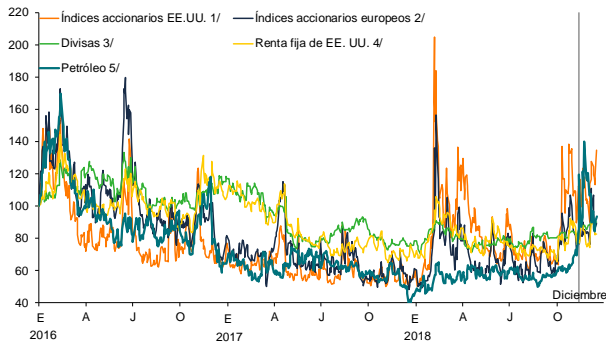
Por otra parte, en la mayoría de las economías emergentes la inflación general siguió aumentando gradualmente como reflejo del incremento observado hasta principios de octubre en los precios

de los energéticos, de la depreciación previa de sus divisas, de la mayor inflación subyacente derivada de la menor holgura en muchas de estas economías, así como de diversos factores idiosincrásicos. En consecuencia, la mayoría de los bancos centrales han mantenido una retórica restrictiva. Así, los bancos centrales de Indonesia, Filipinas, Israel, Sudáfrica y Corea elevaron sus tasas de interés durante el periodo referido. No obstante, se prevé que las presiones inflacionarias se moderen en este grupo de países ante la reciente disminución en los precios de las gasolinas, particularmente en aquellos países en los que dicho rubro contribuye significativamente en el cálculo de la inflación. Lo anterior podría derivar en una pausa en los procesos de alza de tasas de referencia en algunas de estas economías.

En este entorno, y ante los indicios de una desaceleración económica en países desarrollados y la persistencia de varios factores de riesgo, los mercados financieros internacionales mostraron una mayor volatilidad en el último mes, si bien su evolución ha mejorado en los últimos días (Gráfica 5 y Gráfica 6). En particular, a pesar de la tregua comercial de 90 días alcanzada por Estados Unidos y China alcanzada en la reunión de líderes del G20 en Argentina, diversos índices accionarios presentaron retrocesos importantes de entre 3% y 5%. Además, se observaron flujos de salida de los mercados de bonos corporativos y los precios de los mismos presentaron caídas importantes, al tiempo que se observó una mayor demanda por activos de refugio. En los mercados de renta fija, las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron entre 15 y 30 puntos base. En Estados Unidos, este movimiento también obedeció a la expectativa de que la Reserva Federal pudiera moderar el ritmo de alza de tasas de interés el próximo año. Destacó que la curva de notas del Tesoro de Estados Unidos se aplanó de manera importante, incluso invirtiéndose por primera vez desde 2007 en algunos sectores de la misma. Finalmente, en los mercados cambiarios el dólar se depreció moderadamente frente a las divisas de otras economías avanzadas.

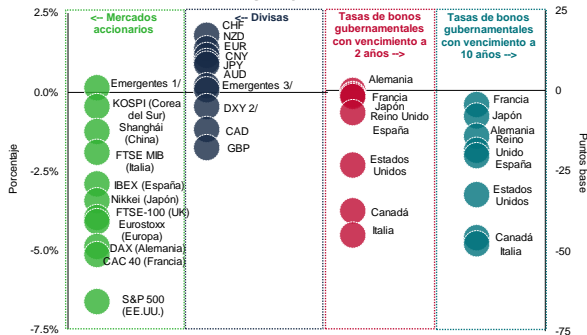


**Gráfica 5**  
**Índices Seleccionados de Volatilidad Implícita**  
31-dic-2015=100



1/ VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange.  
2/ V2X: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs.  
3/ CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%.  
4/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones at the money a un plazo de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch.  
5/ OVX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo.  
Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

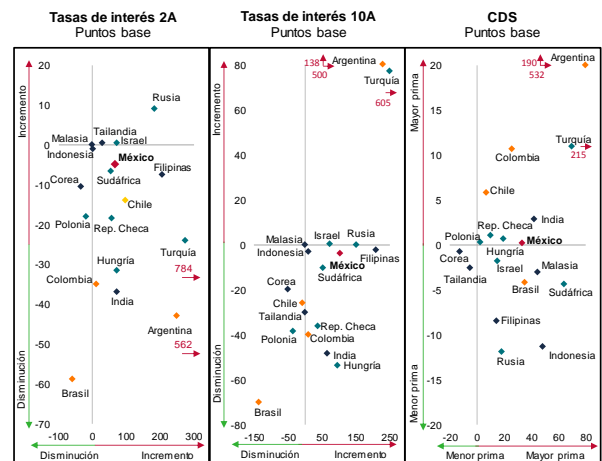
**Gráfica 6**  
**Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 12 de Noviembre al 12 de Diciembre de 2018**  
Porcentaje, puntos base



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.

En las economías emergentes, los precios de los activos financieros presentaron un comportamiento volátil como consecuencia de diversos factores, dentro de los que destacan las tensiones comerciales a nivel global, el comportamiento de los precios de activos energéticos, así como diversos eventos geopolíticos e idiosincrásicos (Gráfica 7). De esta manera, las divisas y los mercados accionarios de este grupo de países presentaron un comportamiento diferenciado en un entorno de elevada volatilidad. Por su parte, las tasas de rendimiento de los valores gubernamentales en la mayoría de estos países presentaron disminuciones, en línea con lo acontecido en los mercados de renta fija de países desarrollados.

**Gráfica 7**  
**Desempeño de Activos de Países Emergentes a partir del 12 de Noviembre de 2018**  
Porcentaje, puntos base



**Desempeño de activos en el año**  
◆ Región asiática ◆ Región latinoamericana ◆ Región europea ◆ México  
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 2019, persisten factores de riesgo que podrían generar mayor volatilidad en los mercados. Entre ellos se encuentra el menor ritmo de crecimiento económico, aunado a la posibilidad de un deterioro adicional en la confianza de los hogares y los negocios derivado de las tensiones comerciales de Estados Unidos con otros países del mundo. En particular, si bien China y Estados Unidos acordaron una tregua en materia comercial, prevalece la incertidumbre sobre si efectivamente se logrará un acuerdo de largo plazo que evite un deterioro en el dinamismo económico y una afectación en las cadenas de producción a nivel global. Además, prevalece una serie de eventos de riesgo de índole política entre los que destacan las negociaciones de salida de Reino Unido de la Unión Europea, la negociación del presupuesto fiscal en Italia y otros eventos idiosincrásicos en países emergentes. Finalmente, las altas valuaciones de algunos activos financieros y el alto apalancamiento del sector corporativo en algunos países avanzados siguen siendo un riesgo latente.

## A.2. Evolución de la economía mexicana

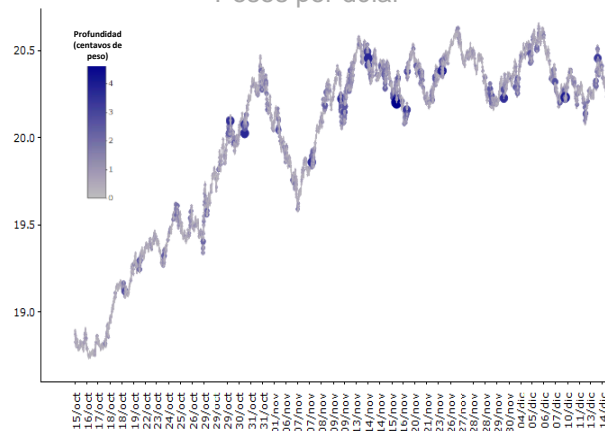
### A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los activos financieros de nuestro país mostraron nuevamente un desempeño negativo, en un entorno que se caracterizó por una elevada volatilidad. Además de los factores externos mencionados previamente, los mercados locales mantuvieron una elevada sensibilidad a la incertidumbre en torno a las políticas económicas que implementará la nueva administración y a noticias relacionadas con iniciativas legislativas. No obstante, en los días previos a la decisión de diciembre se observó una cierta mejoría en el comportamiento de los activos financieros mexicanos, derivado, entre otros factores, del paquete económico presentado para el ejercicio de 2019.

En el caso particular de la moneda nacional, esta operó durante todo el periodo en niveles superiores a los 20 pesos por dólar (Gráfica 8) en un contexto en el que las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron estables durante prácticamente todo el periodo (Gráfica 9). Asimismo, las condiciones prospectivas implícitas en las opciones de tipo de cambio, como son la volatilidad y el sesgo a la depreciación en el corto plazo, se

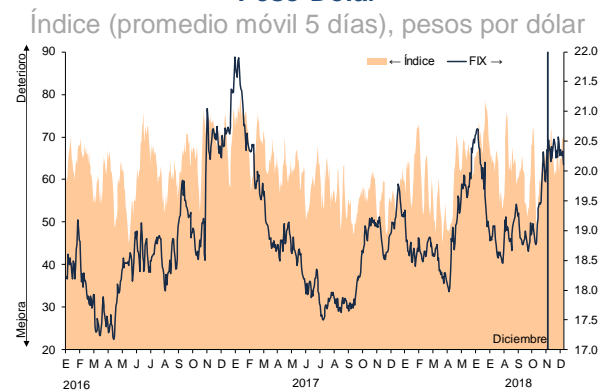
estabilizaron, aunque en niveles elevados respecto de lo observado hace tres meses. Finalmente, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras nuevamente se revisaron al alza. Para el caso de 2018 los economistas ajustaron su pronóstico para cierre de año de 19.63 a 20.20 pesos por dólar, en tanto que para el cierre de 2019 dicha expectativa se ajustó de 19.35 a 20.63 pesos por dólar (Gráfica 10).

**Gráfica 8**  
**Peso Mexicano y Profundidad de los Hechos Intradía**  
Pesos por dólar



Fuente: Cálculos de Banco de México con datos "operación por operación" de la plataforma Reuters Matching.

**Gráfica 9**  
**Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario y Tipo de Cambio**  
Peso-Dólar



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

**Gráfica 10**  
**Expectativas de Tipo de Cambio a Cierre de Año**  
**por Analistas**  
 Pesos por dólar

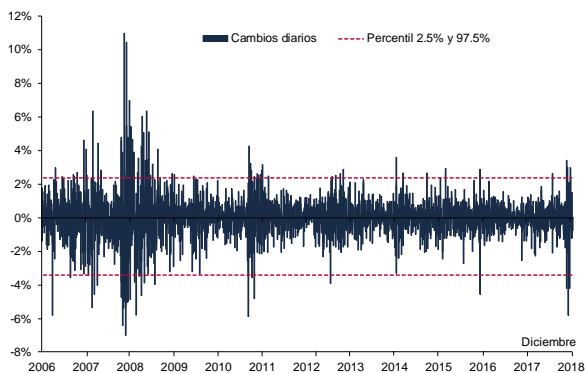


Nota: La línea horizontal indica la fecha de la última decisión de política monetaria.

Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

Por su parte, el mercado accionario en México mostró un comportamiento negativo. Así, el índice de precios y cotizaciones presentó una caída de 6.9% durante el periodo, alcanzando niveles mínimos desde marzo de 2014 (Gráfica 11). En este contexto, destacó que distintas empresas, luego de la caída que se observó en los precios de sus acciones, iniciaron programas de recompra con el objetivo de enviar una señal de confianza a sus inversionistas.

**Gráfica 11**  
**Cambio Diario en el Índice de Precios y**  
**Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores**  
**(IPC)**  
 Porcentaje

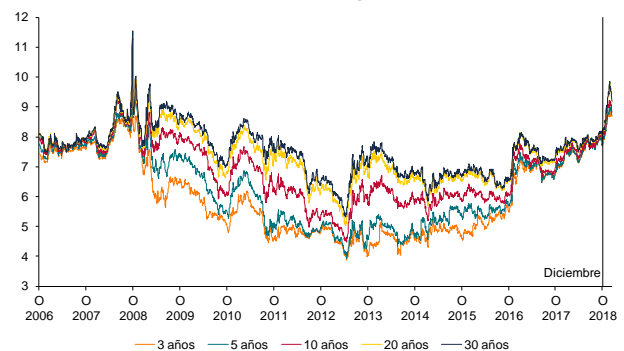


Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Durante la mayor parte del periodo, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron incrementos, principalmente en los plazos de mayor vencimiento. No obstante, en los días posteriores a la publicación del paquete económico para el ejercicio de 2019 se observaron disminuciones en las tasas de rendimiento a lo largo de toda la curva, los cuales revirtieron parcialmente los aumentos

mencionados. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos, medida a través del diferencial entre los bonos de 30 y 3 años, mostró un movimiento de empinamiento de alrededor de 5 p.b., con lo cual se ubicó en niveles de 53 p.b. Cabe destacar que las tasas de rendimiento alcanzaron durante el periodo los niveles más elevados de los últimos diez años (Gráfica 12). Lo anterior se presentó en un entorno de mercado deterioro en las condiciones de operación, las cuales mostraron cierta mejora en los días previos a la decisión de política monetaria (Gráfica 13).

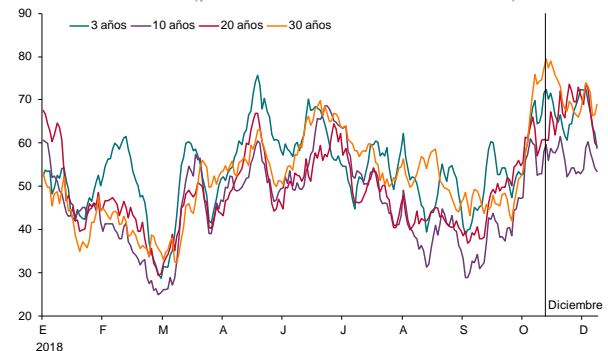
**Gráfica 12**  
**Tasas Nominales de Valores Gubernamentales**  
 Porcentaje



Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: PIP.

**Gráfica 13**  
**Índice de Condiciones de Operación del**  
**Mercado de Deuda Gubernamental Mexicano**  
**por Bono**  
 Índice (promedio móvil de 10 días)

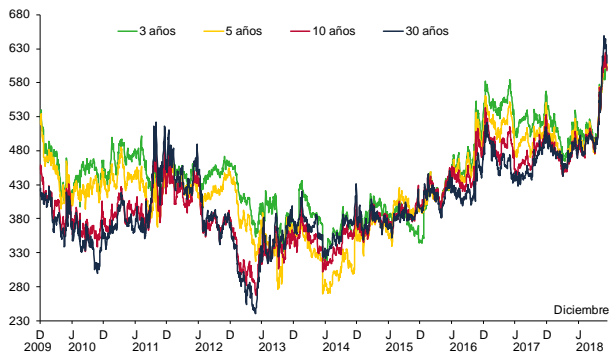


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los 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.

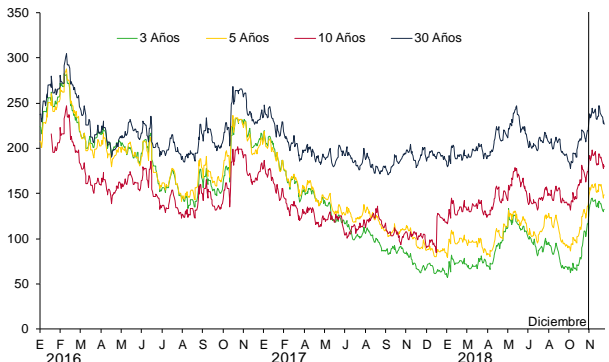
El ajuste en las primas de riesgo soberano que se observó en los mercados de renta fija locales (Gráfica 14) también se reflejó en una ampliación de los diferenciales entre las tasas de rendimiento de la deuda de nuestro país denominada en moneda extranjera (Gráfica 15), de otros instrumentos colocados por las empresas productivas del estado, y del fideicomiso del NAIM (Gráfica 16) con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Dichas primas de riesgo también mostraron una compresión después de que se diera a conocer la propuesta de presupuesto federal para 2019 y que el Grupo Aeroportuario de la Ciudad de México (NAIM) lanzara una oferta de recompra de los bonos denominados en dólares por un monto de hasta 1,800 millones de dólares.

**Gráfica 14**  
**Diferencial entre Tasas Nominales de México y Estados Unidos en Moneda Local**  
 Puntos base



Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

**Gráfica 15**  
**Diferencial entre Tasas Nominales de México y Estados Unidos en Moneda Extranjera**  
 Puntos base



Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.  
 Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

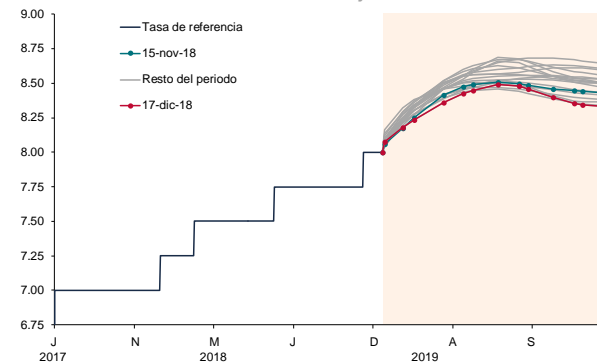
**Gráfica 16**  
**Tasa de Rendimiento de los Bonos del NAIM**  
 Porcentaje



Nota: La línea negra vertical representa el fin de la consulta popular sobre el Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México.  
 Fuente: Bloomberg.

Finalmente, las expectativas respecto de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos incorporan con una probabilidad de 70% un incremento de 25 p.b. para la reunión de diciembre (Gráfica 17). Lo anterior está en línea con el consenso de los principales analistas. 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 8.50%, mientras que la expectativa mediana entre analistas es que esta tasa se ubique en 8.25%.

**Gráfica 17**  
**Tasa de Fondo Implícita en los Swaps de TIIE a 28 días**  
 Porcentaje



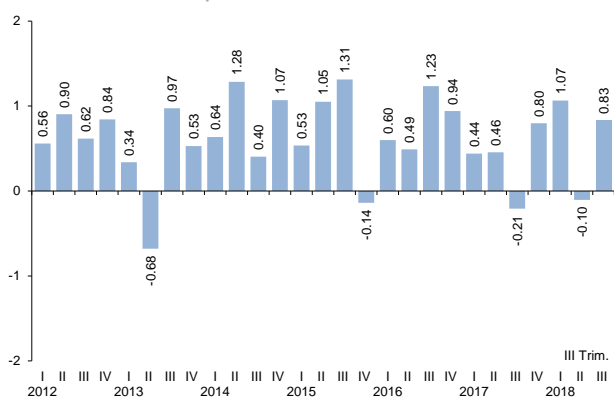
Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

## A.2.2. Actividad económica y determinantes de la inflación

En el tercer trimestre de 2018, la actividad económica registró un repunte, luego de la contracción registrada el trimestre previo (Gráfica 18). Dicho comportamiento reflejó un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones no petroleras, así como la continua expansión del consumo privado. En contraste, la inversión fija bruta mantuvo una tendencia negativa. Para el cuarto trimestre, si bien la información disponible es limitada, se espera cierta desaceleración respecto del tercero.

**Gráfica 18**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

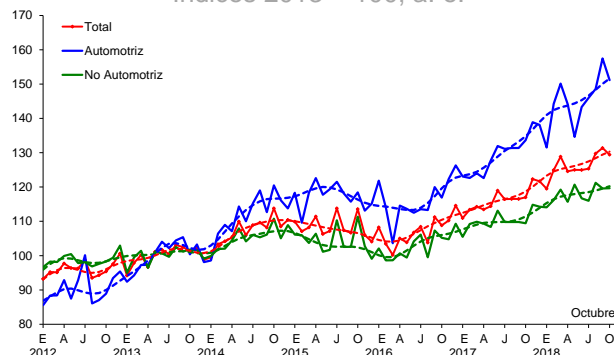
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En particular, en octubre las exportaciones manufactureras mostraron un retroceso, si bien continúan exhibiendo una tendencia positiva. Lo anterior reflejó el hecho de que en ese mes las exportaciones no automotrices se mantuvieron prácticamente sin cambio y que se observó una caída de las exportaciones automotrices (Gráfica 19). Por destino, las exportaciones canalizadas al resto del mundo siguieron presentando un débil desempeño, en tanto que las dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una trayectoria al alza. En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo a su indicador mensual, el consumo privado siguió expandiéndose hacia finales del tercer trimestre de 2018. Para principios del cuarto trimestre, los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, que son

un indicador más oportuno del consumo, aunque de menor cobertura, mantuvieron una evolución positiva. En contraste, no obstante el avance registrado en septiembre de 2018, la inversión fija bruta continuó mostrando una tendencia negativa. Lo anterior como reflejo, principalmente, del débil desempeño tanto del gasto en construcción, como de la inversión en maquinaria y equipo.

**Gráfica 19**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2013 = 100, a. e.

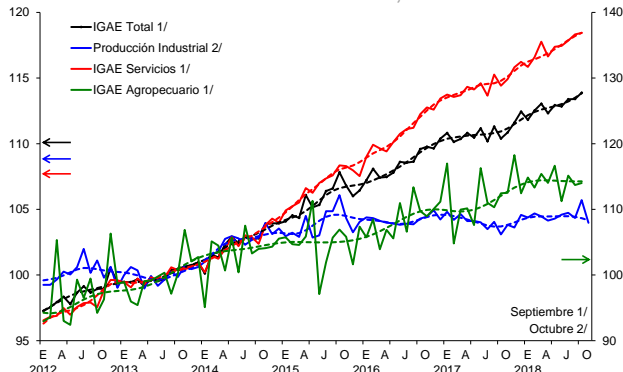


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

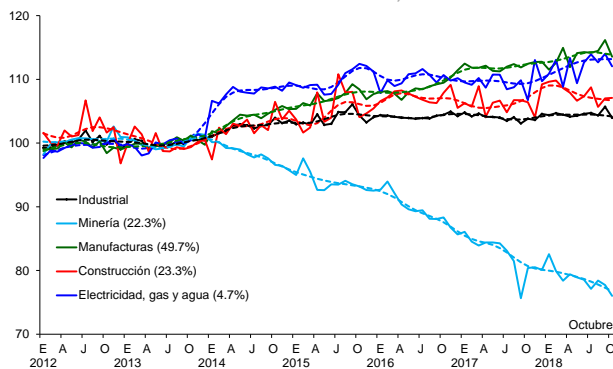
Por el lado de la producción, la expansión de la actividad económica en el tercer trimestre de 2018 fue reflejo, en buena medida, de la trayectoria positiva que continuaron exhibiendo los servicios, si bien se observó cierta pérdida de dinamismo hacia el final del trimestre (Gráfica 20). Este desempeño fue resultado, principalmente, de las contribuciones de los sectores del comercio; servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; servicios de esparcimiento y otros servicios; y servicios financieros e inmobiliarios. Por su parte, luego del repunte que la producción industrial registró en septiembre de 2018, a principios del cuarto trimestre esta exhibió una fuerte contracción. En particular, las manufacturas exhibieron una reversión respecto de la reactivación reportada en el tercer trimestre de 2018, al tiempo que persistió la debilidad de la construcción y la tendencia negativa de la minería (Gráfica 21).

**Gráfica 20**  
**Indicadores de la Actividad Económica**  
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Cifras a septiembre de 2018.  
2/ Cifras a octubre de 2018 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

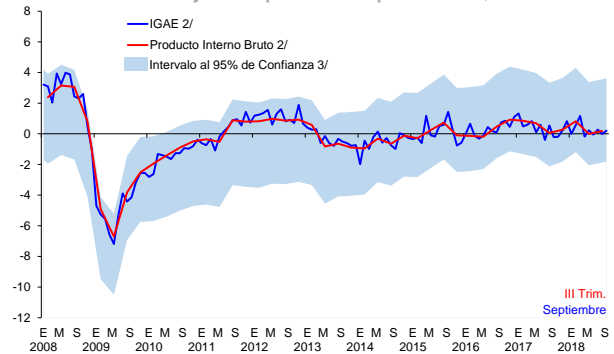
**Gráfica 21**  
**Actividad Industrial**  
Índices 2013 = 100, a. e.



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.

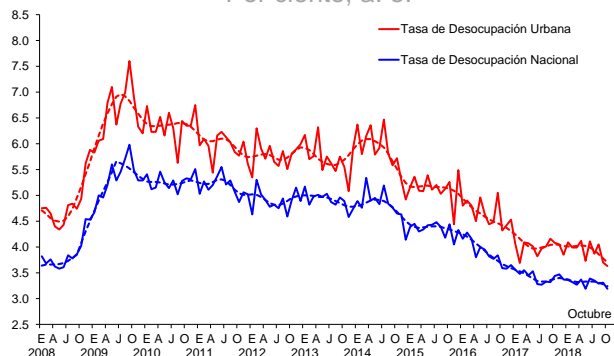
En lo referente a la posición cíclica de la economía, se considera que las condiciones de holgura se mantuvieron en niveles relativamente menos estrechos que los observados a principios del año (Gráfica 22). Respecto de la evolución del mercado laboral, a principios del cuarto trimestre tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron situándose en niveles bajos (Gráfica 23), en tanto que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia positiva, si bien con cierta desaceleración. Cabe señalar que la tasa de desocupación urbana registró el menor nivel desde que se inició el levantamiento de la ENOE en 2005. Por su parte, a principios del último trimestre del año en curso, los costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera mantuvieron una trayectoria al alza (Gráfica 24).

**Gráfica 22**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
**Sin Industria Petrolera<sup>4/</sup>**  
Porcentaje 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 tercer trimestre de 2018; cifras del IGAE a septiembre de 2018.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

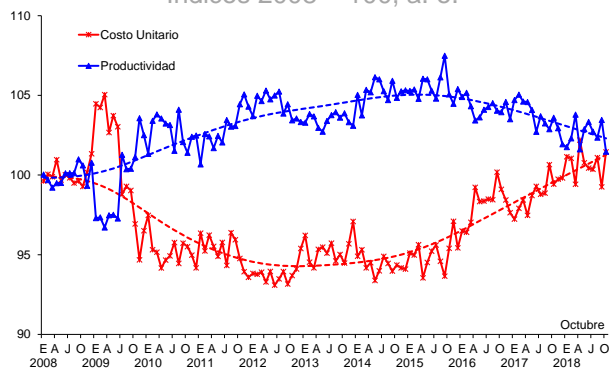
**Gráfica 23**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
Por ciento, a. e.



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 24**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero<sup>1/</sup>**  
 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.

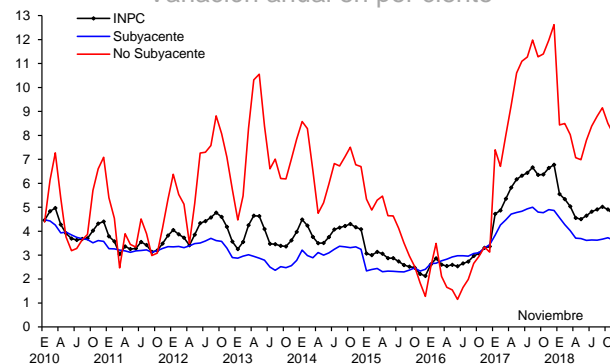
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En octubre de 2018, el financiamiento interno al sector privado no financiero continuó con la tendencia a la desaceleración en su crecimiento que comenzó a observarse a partir del tercer trimestre de este año. Ello fue resultado de la moderación en el ritmo de expansión del financiamiento a las empresas, así como de la persistencia en el bajo crecimiento del crédito a los hogares. Lo anterior se presentó en un entorno en el que los costos del financiamiento a las empresas aumentaron con respecto a los registrados en el primer semestre del año, mientras que las tasas de interés del crédito a los hogares se ubicaron, en general, en niveles similares al promedio de dicho semestre. Asimismo, los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se mantuvieron en niveles bajos y estables, al tiempo que los índices correspondientes al crédito al consumo detuvieron el deterioro percibido desde finales de 2016, si bien continúan en niveles relativamente elevados. Cabe resaltar que, al tiempo que se ha presentado la desaceleración en el financiamiento al sector privado no financiero, por el lado de las fuentes de financiamiento se observó una contracción en el saldo de los activos financieros internos, lo cual fue generado por cambios en la valuación de estos activos ocurrido en el mes octubre de este año.

### A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre octubre y noviembre de 2018, la inflación general anual disminuyó de 4.90 a 4.72%. Este resultado se explica por las menores contribuciones que tuvieron a la inflación general tanto el componente subyacente, como el no subyacente (Gráfica 25 y Cuadro 1). Cabe señalar que la inflación no subyacente se mantiene en niveles elevados y que los choques que la han venido afectando también han influido en la evolución de la inflación subyacente mediante los efectos indirectos que han tenido sobre los costos de producción, lo que, aunado a otros factores, ha contribuido a que este último subíndice muestre una alta resistencia a disminuir.

**Gráfica 25**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



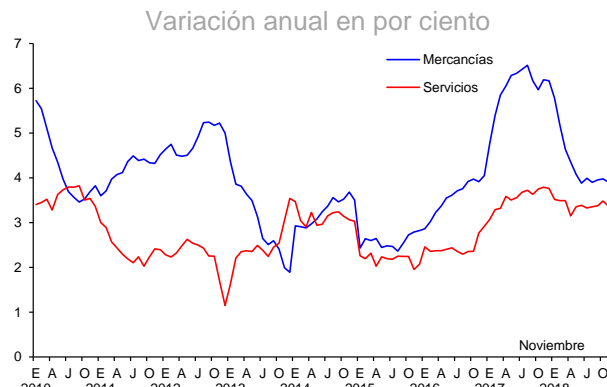
Fuente: Banco de México e INEGI.

En particular, la inflación subyacente anual se redujo de 3.73% en octubre a 3.63% en noviembre, como producto de las menores variaciones que se observaron en el subíndice de precios de las mercancías y en el de los servicios (Gráfica 26). En el primer caso, tanto las mercancías alimenticias, como las no alimenticias exhibieron disminuciones en las tasas de variación anual de sus precios, si bien la de las alimenticias se mantiene en niveles elevados (Gráfica 27). En el segundo caso, la disminución en la tasa de variación anual de los precios de los servicios reflejó, principalmente, menores alzas en los precios del rubro de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, destacando las de los servicios turísticos (Cuadro 1).

En cuanto a la inflación no subyacente anual, esta disminuyó de 8.50% en octubre a 8.07% en noviembre, debido a menores incrementos en los precios de los energéticos. Este efecto fue parcialmente contrarrestado por mayores incrementos en los precios de los productos agropecuarios, sobresaliendo los de los precios de las frutas y verduras (Gráfica 28 y Cuadro 1).

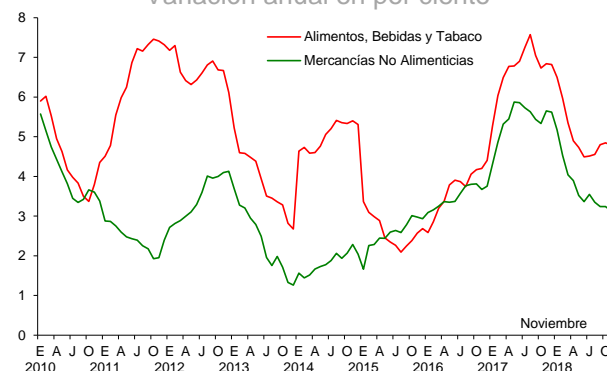
Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas registraron incrementos generalizados. En particular, en lo que respecta a las provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que entre octubre y diciembre las medianas de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 y 2020 se ajustaron al alza, de 3.71 a 3.89% y de 3.50 a 3.79%, respectivamente. Dicho incremento se atribuye en gran medida a un aumento significativo en las expectativas implícitas para el componente no subyacente (de 4.51 a 5.10% y de 4.03 a 5.09%, respectivamente), toda vez que las medianas correspondientes al componente subyacente se incrementaron en menor medida (de 3.45 a 3.50% y de 3.33 a 3.37%, respectivamente). En línea con lo anterior, 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 3.83 a 3.89% y de 3.80 a 3.87%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general en el mediano plazo (próximos 4 años) aumentó 5 puntos base y se ubicó en 3.55% en la encuesta de diciembre. En contraste, la correspondiente a horizontes de más largo plazo (próximos 5 a 8 años) se mantuvo estable, alrededor de 3.50%. No obstante, respecto de la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos cabe señalar que: i) las medianas para el componente subyacente han aumentado en las lecturas recientes, ubicándose en niveles cercanos a 3.4%; y ii) los niveles en los que estas se sitúan están por encima del objetivo de inflación de 3%. Finalmente, en cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la prima por riesgos inflacionarios de mediano y largo plazos continúa en niveles elevados.

**Gráfica 26**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**



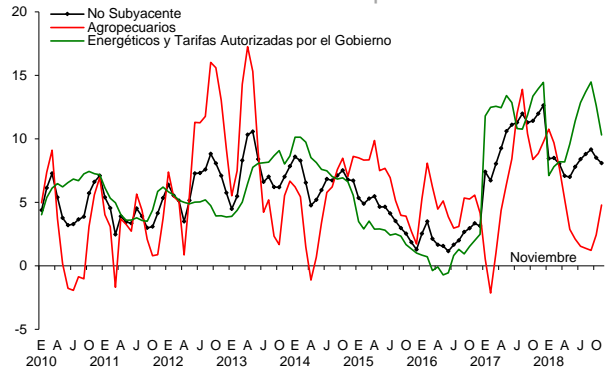
Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 27**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**



Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 28**  
**Índice de Precios No Subyacente**



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre los riesgos que enfrenta la inflación, destacan los siguientes. Que la cotización de la moneda nacional continúe siendo presionada tanto por factores externos, como internos. Adicionalmente, considerando la magnitud de los aumentos al salario mínimo recientemente anunciados, 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 en el empleo formal y en los precios. Además, que persistan presiones en los precios de los productos agropecuarios o que se den nuevos incrementos en los precios de los energéticos. Asimismo, que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y

compensatorias a nivel global. También, que se registre un deterioro de las finanzas públicas. Igualmente, por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. A lo anterior se suman riesgos de carácter estructural derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en el proceso de formación de precios en la economía. Por ello, se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.

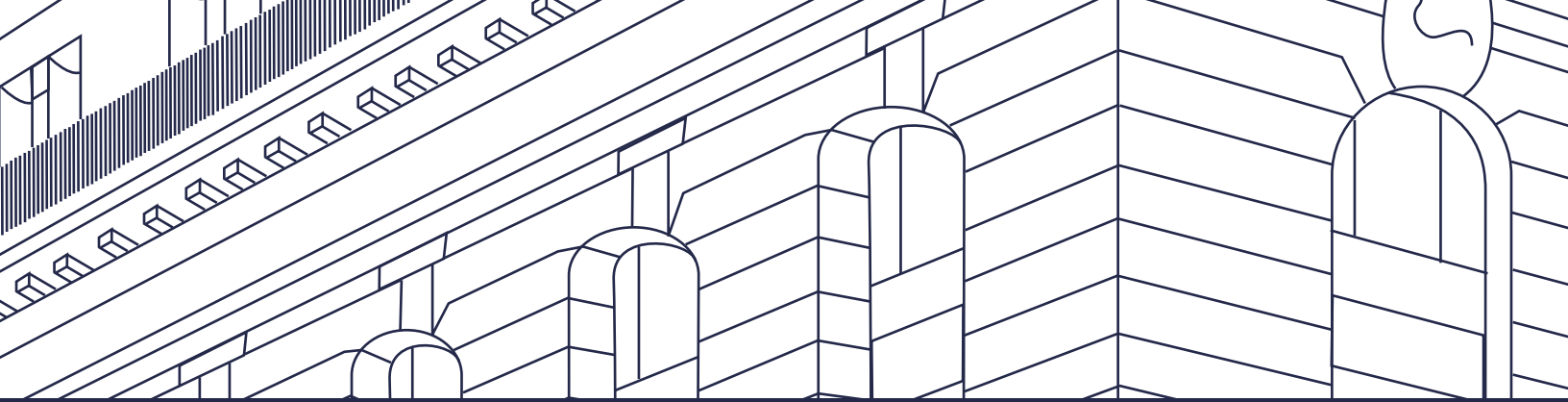
**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**  
Variación anual en por ciento

Concepto	Diciembre 2017	Octubre 2018	Noviembre 2018
<b>INPC</b>	<b>6.77</b>	<b>4.90</b>	<b>4.72</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.87</b>	<b>3.73</b>	<b>3.63</b>
<b>Mercancías</b>	<b>6.17</b>	<b>3.98</b>	<b>3.90</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	4.84	4.79
Mercancías No Alimenticias	5.62	3.24	3.13
<b>Servicios</b>	<b>3.76</b>	<b>3.48</b>	<b>3.37</b>
Vivienda	2.65	2.59	2.60
Educación (Colegiaturas)	4.74	4.69	4.69
Otros Servicios	4.63	4.30	3.98
<b>No Subyacente</b>	<b>12.62</b>	<b>8.50</b>	<b>8.07</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>9.75</b>	<b>2.43</b>	<b>4.78</b>
Frutas y Verduras	18.60	2.06	6.02
Pecuarios	4.50	2.52	3.15
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>14.44</b>	<b>12.62</b>	<b>10.30</b>
Energéticos	17.69	17.10	13.26
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.36	3.45	3.39

Fuente: INEGI.







BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 3 de enero de 2019

