



BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 68

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 27 de junio 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:** 26 de junio de 2019.

### 1.3. Asistentes:

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.  
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.  
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.  
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.  
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.  
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 señalaron que la información disponible sugiere que en el segundo trimestre del año la economía mundial se desaceleró como reflejo de una moderación del crecimiento de algunas de las principales economías avanzadas y emergentes. La mayoría mencionó que este comportamiento fue consecuencia de un entorno más adverso para el comercio mundial, con periodos de marcada tensión y amenazas arancelarias, destacando algunos que los indicadores relacionados con el comercio internacional y el sector manufacturero denotan dicha debilidad. Algunos notaron que la confianza de los negocios y la inversión han resentido en mayor medida este entorno. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, la mayoría apuntó que estas presentan nuevamente disminuciones para 2019 y 2020. Uno agregó que las proyecciones correspondientes al comercio internacional apuntan al menor dinamismo de flujos transfronterizos de bienes y servicios desde la crisis financiera global.

La mayoría indicó que el balance de riesgos para el crecimiento global se mantiene sesgado a la baja. Señaló que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento adicional de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales; ii) que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado; iii) que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad financiera internacional; y, iv) que se intensifiquen algunos riesgos políticos y

geopolíticos. Sobre esto último, un miembro señaló que dichos riesgos podrían afectar al mercado de los energéticos y a la estabilidad financiera global. Expresó que un factor de riesgo adicional es el apalancamiento corporativo y del sector público, históricamente elevado en muchos países, lo que consideró que hace que la política fiscal cuente con poco margen de maniobra para amortiguar una mayor desaceleración o recesión. Finalmente, resaltó que todo ello podría traer consigo vulnerabilidades financieras sistémicas.

Respecto de la actividad económica en economías avanzadas, la mayoría argumentó que el crecimiento en el segundo trimestre del año sugiere una nueva desaceleración. Un miembro destacó el caso de la zona del euro, que presenta claros signos de debilidad tanto en los indicadores de confianza empresarial, como en aquellos asociados con la actividad manufacturera. En el caso de Estados Unidos, puntualizó que la inversión tanto residencial, como no residencial, muestra una incipiente debilidad, mientras que las exportaciones han comenzado a desacelerarse. En este contexto, otro comentó que aunque la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro se ha invertido en ciertos tramos, la reducida prima por plazo sugiere que ello apunta más hacia una desaceleración que hacia una recesión, si bien todos señalaron que se prevé una desaceleración gradual en dicha economía, indicando la mayoría que el riesgo de recesión ha aumentado. La mayoría comentó que a pesar de la moderación en la creación de empleo en economías avanzadas, las tasas de desempleo se mantienen en niveles bajos y los salarios siguen recuperándose de manera gradual. Un miembro añadió que las brechas de desempleo se han mantenido en niveles históricamente bajos. Al respecto, detalló que los servicios, que son más intensivos en trabajo y están menos asociados a la actividad comercial, han mantenido un mejor desempeño, dando soporte al consumo y al empleo.

La mayoría mencionó que la información más reciente sugiere una desaceleración en diversas economías emergentes. Un miembro argumentó que en el entorno actual, las economías emergentes más abiertas al comercio mundial enfrentan retos importantes para impulsar la inversión. Detalló que factores de riesgo idiosincráticos han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de estas economías y que en algunas de ellas, como la mexicana, han obstaculizado la inversión. Por su parte, otro advirtió que la materialización de eventos de probabilidad variable, pero elevada, como los riesgos globales referidos, tendría repercusiones severas sobre las economías emergentes más allá de la volatilidad financiera que se generaría. Añadió

que por el lado de la actividad económica, estimaciones recientes del Banco Mundial indican que una desaceleración simultánea de un punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos, la zona del euro y China, tendría un efecto negativo de 1.4 puntos porcentuales en el crecimiento de las economías emergentes tan solo en el primer año, seguido de una caída adicional cercana a un punto porcentual en el segundo año. Otro ahondó sobre los riesgos a la baja para el crecimiento de las economías emergentes, destacando la posibilidad de una mayor desaceleración de la economía china y de una recomposición del comercio mundial. Al respecto, argumentó que menores déficits bilaterales de las economías más grandes podrían reducir las oportunidades de comercio de otras economías y desarticular las cadenas globales de valor.

Todos los miembros destacaron que las presiones inflacionarias a nivel global se encuentran sesgadas a la baja. Algunos coincidieron en que a esto han contribuido los menores precios de las materias primas, especialmente los de los energéticos. Un miembro sostuvo que, a pesar del riesgo de incrementos adicionales de los precios del petróleo debido a tensiones geopolíticas y/o acuerdos en cuanto a la oferta por parte de los principales países productores, las presiones a la baja para la inflación podrían acentuarse en los próximos meses, lo que resulta preocupante para algunas de las principales economías avanzadas. Profundizando en el caso de dichas economías, la mayoría subrayó que la inflación general y la subyacente se encuentran por debajo de las metas de sus bancos centrales, y que esto se ha dado a pesar del sólido desempeño de sus mercados laborales y del incremento, si bien contenido, de los salarios. Algunos agregaron que se espera que la debilidad económica contribuya a mantener la inflación en niveles bajos. Uno de ellos profundizó en los diversos factores que han mantenido la inflación estructuralmente baja en las economías avanzadas. Al respecto, destacó el cambio tecnológico y la incorporación de regiones abundantes en mano de obra a la globalización, que han permitido la fragmentación de los procesos productivos acorde a las ventajas comparativas y a la estructura de costos de los diferentes países y regiones. Destacó que lo anterior ha propiciado ganancias en productividad y mercados más competidos, lo que ha dificultado a las empresas la posibilidad de aumentar precios. En este contexto, comentó que se han observado marcadas diferencias entre la inflación de bienes y la de servicios. Apuntó que el comportamiento futuro de la inflación en estas economías dependerá, en gran medida, de la permanencia o debilitamiento de estos factores. Finalmente, mencionó que prevalece la

expectativa de que la inflación en estas economías se mantendrá en niveles bajos y sin presiones de consideración, si bien este escenario está sujeto a riesgos.

Todos los miembros apuntaron que ante las menores presiones inflacionarias y la desaceleración económica global, se ha fortalecido la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías seguirán una postura monetaria más acomodaticia. Al respecto, un miembro destacó que ya se han registrado disminuciones de tasas de interés en diversas economías ante las mejores perspectivas en el balance de riesgos para la inflación. Tales son los casos de Australia, Chile, India, y Rusia, en lo que parece ser el inicio de un nuevo ciclo de disminuciones a escala global. La mayoría mencionó que la comunicación reciente del Banco Central Europeo apunta hacia un mayor relajamiento monetario. Algunos señalaron que ha manifestado disposición a utilizar todos sus instrumentos para apoyar la actividad económica y procurar que la inflación converja a su meta. Aunado a lo anterior, uno de ellos destacó que tanto el Banco de Japón, como el Banco de Inglaterra reiteraron su compromiso de tomar las acciones que sean necesarias para alcanzar sus objetivos. En cuanto a la Reserva Federal, la mayoría comentó que en su reunión de junio mantuvo sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Enfatizó el cambio de tono del comunicado hacia una postura de mayor relajamiento, así como el compromiso de adoptar las medidas apropiadas para mantener la expansión económica ante el incremento en la incertidumbre que enfrenta la economía estadounidense. Añadió que las proyecciones para la tasa de fondos federales de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto mostraron disminuciones para finales de este y del próximo año. Asimismo, coincidió en que la trayectoria futura de la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros muestra una disminución de más de 100 puntos base acumulados al cierre de 2020, y algunos detallaron que anticipa una reducción de al menos 25 puntos base en la decisión de julio.

Algunos miembros destacaron que el entorno más adverso para el comercio mundial que ha prevalecido desde principios de mayo, impactó negativamente a los mercados financieros internacionales, en particular, a los activos más riesgosos. No obstante, la mayoría argumentó que recientemente la expectativa de posturas más acomodaticias por parte de los principales bancos centrales ha contribuido a reducir las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos

tanto en economías avanzadas, como en emergentes, así como a que se observe un mayor apetito por riesgo. Al respecto, algunos mencionaron los aumentos de los índices accionarios, principalmente en las economías avanzadas, así como el fortalecimiento de las monedas de las emergentes. En este contexto, subrayaron que las condiciones financieras globales se han relajado. Uno de ellos detalló que los flujos de cartera hacia economías emergentes se han reanudado y que los costos de endeudamiento soberano de estas economías han disminuido. No obstante, algunos señalaron que, ante el deterioro idiosincrático en algunas economías emergentes y los menores precios de las materias primas, es posible que los flujos de capital hacia las mismas no sean de la magnitud observada en otros episodios de aumento en el apetito por riesgo. Uno apuntó que algunos segmentos de dichos mercados continúan registrando flujos de salida, por lo que no pueden descartarse comportamientos similares por periodos más prolongados o de mayor generalización. Entre los factores de riesgo para los mercados financieros internacionales, algunos señalaron los riesgos para la economía global mencionados anteriormente. Uno de ellos agregó la posibilidad de que se recrudezcan las tensiones relacionadas con la inversión y el desarrollo de la tecnología, así como una mayor desaceleración de la economía china. Otro consideró que los riesgos para los mercados financieros internacionales han disminuido.

Todos los miembros señalaron que la información disponible sugiere que la actividad económica en México muestra una desaceleración mayor a la anticipada, con una contracción en el primer trimestre del año y signos de debilidad en el segundo. Uno añadió que no se observa evidencia de un repunte en la actividad, como se anticipaba después de que esta se viera afectada por factores transitorios al inicio de 2019. Algunos detallaron que persiste un entorno de debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada, principalmente la interna. Uno agregó que todos los componentes presentaron variaciones negativas en el último trimestre de 2018, y que para el primer trimestre de 2019 se observa una dinámica similar. Profundizando sobre la demanda interna, la mayoría destacó la desaceleración del consumo y la atonía de la inversión. Uno comentó que el consumo de los hogares muestra signos de debilidad después de haber contribuido con fuerza al crecimiento en periodos anteriores, mientras que el gasto público presenta tasas de crecimiento negativas. Asimismo, puntualizó que si bien en el primer trimestre de 2019 la inversión fija bruta presentó una tasa positiva, esto se debió a un incremento inusual en enero, tendencia que no se mantuvo en los meses

siguientes. Al respecto, algunos añadieron que la información oportuna apunta a que continúa la tendencia negativa de la inversión, asociada principalmente a la incertidumbre derivada de factores internos y externos. Con respecto a la demanda externa, algunos sostuvieron que a pesar de la desaceleración del comercio global, las exportaciones manufactureras se han fortalecido a lo largo de 2019.

Desde una perspectiva de mayor plazo, un miembro destacó la desaceleración secular en el ritmo de crecimiento del consumo privado que se ha registrado desde 2016, así como el estancamiento de la inversión privada durante el mismo periodo. Indicó que hoy en día la inversión es incluso menor a la observada durante 2015. Consideró que el costo del financiamiento a hogares y empresas ha aumentado de manera constante desde 2016, y que el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. En su opinión, el mecanismo de transmisión de la política monetaria restrictiva está operando a través de canales que afectan a las variables reales.

Por el lado de la oferta, la mayoría señaló que la información disponible sugiere que la actividad económica mostró un incremento mensual desestacionalizado marginal en abril, por debajo de lo esperado por el mercado. Algunos destacaron que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) muestra signos de debilidad en todos sus componentes. La mayoría enfatizó la desaceleración que han mostrado los sectores de servicios, y algunos subrayaron que ya se observa un significativo cambio desfavorable en la tendencia de dicho sector, después de haber alcanzado un punto máximo a finales del año pasado. Uno de ellos señaló que esto último es preocupante, no sólo por la importancia de dicho sector en el PIB, sino también porque los servicios durante mucho tiempo parecían estar aislados de los vaivenes en el resto de la economía, y proveían un motor de crecimiento importante.

La mayoría señaló que, ante la evolución reciente de la actividad económica en México, las perspectivas de crecimiento han seguido deteriorándose. Uno detalló que las revisiones a la baja han obedecido a un entorno internacional más débil y a factores internos. Añadió que se prevé que la debilidad de la economía persista, que la inversión siga mostrando atonía y que el consumo continúe perdiendo dinamismo. Otro agregó que las expectativas de crecimiento de los analistas encuestados por Banco de México han disminuido hasta ubicarse en 1.35% en mayo, y señaló que estas últimas aún no incluían el dato más reciente del IGAE, por lo que puede

anticiparse se seguirán ajustándose a la baja. Mencionó también, que algunos analistas privados ya están pronosticando un crecimiento tan bajo como de 0.5%. En este contexto, la mayoría señaló que durante 2019 el crecimiento podría ser inferior a lo esperado. Uno apuntó que, en su opinión, este podría ubicarse alrededor del límite inferior del rango estimado en el más reciente Informe Trimestral, para posteriormente registrar cierta mejoría en 2020, aunque enfatizó que estas perspectivas deben tomarse con cautela, en virtud de la poca información publicada hasta la fecha. Otro comentó que las tasas de crecimiento de los últimos dos trimestres, y los resultados del Sistema de Indicadores Compuestos Coincidente y Adelantado (SICCA), ya sugieren la posibilidad de una ligera recesión. En este sentido, notó que para 2019 se anticipa una tasa de crecimiento en México menor a las observadas en los últimos diez años, y por debajo de las proyectadas para la mayoría de las economías emergentes. Un miembro consideró que las perspectivas económicas para 2019 mantienen una elevada incertidumbre debido a factores internos y externos.

La mayoría señaló que el balance de riesgos para el crecimiento ha ampliado su sesgo a la baja, como resultado de factores externos e internos, y algunos mencionaron que se ha tornado más incierto. Entre los factores externos, además de los riesgos globales ya descritos, la mayoría agregó: i) la posibilidad de que se presenten dificultades en la ratificación del T-MEC por parte de las legislaturas de Estados Unidos y Canadá; y, ii) que se presenten nuevas amenazas de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a México. Al respecto, uno subrayó que, si bien las negociaciones entre los gobiernos de ambos países resultaron en una suspensión indefinida en la imposición de aranceles, el acuerdo es una solución transitoria, y se revisará a mediados de julio y no es clara la forma en que se medirán los resultados de los compromisos adquiridos por el país. Destacó que la sola percepción por parte de las autoridades estadounidenses de que México no esté cumpliendo con los compromisos, así como el ciclo electoral en ese país, podrían prolongar la amenaza de imposición de aranceles. Resaltó que, podría complicarse la aprobación del T-MEC en Estados Unidos y Canadá, y aun en caso de ser ratificado por los congresos de los tres países, la continua amenaza arancelaria de Estados Unidos hacia México podría obstaculizar la implementación del nuevo acuerdo comercial.

Entre los riesgos internos, algunos mencionaron la posibilidad de reducciones adicionales en la calificación crediticia soberana y de Pemex. Uno

puntualizó que una situación similar podría ocurrir con CFE, cuya calificación y perspectiva también sufrieron ajustes a la baja por parte de una agencia, si bien su deuda sigue manteniendo grado de inversión. Otro comentó el riesgo de una mayor disminución en los ingresos públicos. Finalmente, uno señaló la orientación de las políticas públicas en distintos ámbitos. Estos elementos se abordan con mayor detalle más adelante.

La mayoría mencionó que las condiciones de holgura de la economía se han relajado incluso más de lo previsto. Al respecto, algunos señalaron que persiste el riesgo de que la holgura se amplíe en los próximos trimestres. Uno mencionó que, a pesar del debilitamiento económico, distintos indicadores muestran presiones salariales relativamente elevadas. Añadió que la combinación de una actividad económica débil y presiones salariales ha incidido en la evolución del empleo. Notó que una gama amplia de indicadores del mercado laboral, tales como la tasa de desempleo, el porcentaje de ocupados que pasaron a estar desocupados, o los retiros de cuentas individuales en las AFORES por desempleo, muestran la mayor lasitud de las condiciones en este mercado. Algunos señalaron que el mercado laboral muestra un menor ritmo de generación de empleos. Uno de ellos apuntó que se observa un incremento de la ocupación en el sector informal, y una contracción del empleo formal. Detalló que entre las distintas regiones del país, el debilitamiento del empleo es más marcado en la zona libre de la frontera norte, donde se han observado los mayores ajustes salariales, y que deben tomarse en cuenta las lecciones que se derivan de esta experiencia.

La mayoría mencionó que la inflación general disminuyó, de 4.41% a 4.00%, entre abril y la primera quincena de junio. Uno resaltó que este indicador se ubicó en el límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta. Todos indicaron que la reducción en la inflación general fue resultado de una importante reducción del componente no subyacente. A su vez, la mayoría señaló que la inflación subyacente se mantiene elevada. Un miembro puntualizó que la inflación general ha mostrado una clara tendencia a la baja desde septiembre, cuando se ubicó en 5.02%, si bien repuntó de manera transitoria en marzo y abril debido a factores calendario. Recalcó que la evolución reciente de la inflación ha sido mejor a la pronosticada, y que el dato de la primera quincena de junio resultó estar muy por debajo del pronóstico del Informe Trimestral publicado en mayo. Agregó que la inflación observada ha sido significativamente inferior a las expectativas que se tenían a finales de 2018, cuando los analistas esperaban que la

acumulada a mayo de 2019 fuera de 0.68%, mientras que tan solo fue de 0.21%. En este contexto, otro señaló que la inflación general acumulada en los primeros cinco meses de 2019 es la tercera más baja para un periodo similar desde que el Banco de México adoptó el régimen actual de objetivos de inflación, y que con el dato de junio, que volvió a sorprender a la baja, la tasa acumulada del primer semestre apunta a ser la segunda más baja, después de la cifra mínima histórica de 2015. Recalcó que lo anterior obedece a que la inflación no subyacente acumulada en los últimos cinco meses es la más baja para dicha estadística desde que existen las medidas de inflación subyacente y no subyacente, y que debe subrayarse el carácter aleatorio y volátil de la no subyacente, ya que por otra parte, la inflación subyacente acumulada en el mismo periodo fue 1.60%, la cuarta más elevada en los últimos 20 años. Un miembro señaló que, si bien la reducción observada de la inflación general ha sido fundamentalmente explicada por la inflación no subyacente, es posible anticipar que en los próximos meses la inflación subyacente también comenzará a disminuir.

Sobre el comportamiento de los componentes no subyacente y subyacente, todos destacaron que el primero ha venido mostrando una tendencia decreciente, y la mayoría detalló que disminuyó, de 6.08% a 4.34%, entre abril y junio de 2019. Asimismo, resaltó que la disminución de este componente obedeció, principalmente, a los menores incrementos en los precios de los energéticos, resultado en parte de la reducción de sus referencias internacionales. Algunos agregaron también los menores incrementos en los precios de frutas y verduras. Respecto de la inflación subyacente, la mayoría señaló que en abril y junio de 2019 se ubicó en 3.87%. Uno apuntó que sorprendió de nuevo al alza en junio. La mayoría mencionó que se ha visto afectada por los efectos indirectos de las presiones de precios de los energéticos, y que a su interior destaca el aumento en la variación de los servicios y de las mercancías alimenticias. Algunos señalaron que preocupa la resistencia a disminuir que ha mostrado este componente, ya que una mayor holgura debería traducirse en menores presiones sobre dicho componente. Uno argumentó que la persistencia de la inflación subyacente podría obedecer, en parte, a que la brecha laboral y las presiones salariales han contrarrestado los efectos que podrían haber tenido una brecha negativa del producto y las condiciones de holgura. Otro miembro subrayó que este componente, además de mantenerse en niveles elevados, ha registrado nuevos aumentos en meses recientes. Detalló que esto no se explica por el comportamiento de algunos de los rubros que lo

integran, sino por presiones generalizadas sobre la inflación subyacente, como lo muestran los indicadores de media truncada, la mediana de las variaciones y estimaciones reponderadas para suavizar la influencia de variaciones extremas. Puntualizó que en el caso de los servicios, se observan aumentos elevados en educación, cifras cercanas al 6% en servicios distintos a la vivienda y educación sin servicios turísticos y telecomunicaciones, y una tendencia al alza en los precios de los servicios relacionados con la vivienda, aunque todavía con cifras por debajo de 3%. Agregó que, en virtud de su naturaleza, los factores explicativos de estas tendencias se derivan probablemente de los choques de meses previos sobre los precios de los alimentos y los energéticos, y de los ajustes salariales. Por su parte, otro apuntó que para entender la dinámica más reciente de la inflación, es útil considerar un indicador como el promedio móvil de seis meses de la variación mensual desestacionalizada y anualizada, el cual no arrastra el comportamiento inflacionario de periodos relativamente alejados, y no se ve afectado por problemas de base de comparación. Señaló que de acuerdo a dicho indicador, la inflación subyacente muestra una clara tendencia descendente, ubicándose alrededor de 3.5%, mientras que la general se ubica cerca de 3.1%.

La mayoría mencionó que entre principios de mayo y mediados de junio, las expectativas de inflación general de corto, mediano y largo plazos no variaron significativamente. Algunos señalaron que en el mismo periodo, las expectativas de la inflación subyacente para 2019 y 2020 aumentaron ligeramente. La mayoría destacó que las expectativas de inflación en todos los plazos se mantuvieron por encima de la meta de 3%. Un miembro resaltó que las expectativas se ubican además por encima de las proyecciones del Banco Central. Otro enfatizó que a pesar de que la inflación observada de diciembre a mayo ha sido significativamente inferior a las expectativas de inflación que se tenían a fines de 2018, las expectativas tanto de la inflación general como de la subyacente para el cierre de 2019 han venido ajustándose al alza. Comentó que estos ajustes al alza en las expectativas de inflación sorprenden, ya que entre diciembre y mayo la inflación observada fue menor a la esperada y diversos factores de riesgo para la inflación se han atemperado con respecto a su nivel de diciembre pasado. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la mayoría mencionó que la compensación por inflación de mediano y largo plazos ha permanecido en niveles elevados. Al respecto, uno advirtió que esto sugiere la percepción de riesgos elevados para la inflación en el largo

plazo. No obstante, otro puntualizó que en el margen dicha prima disminuyó ligeramente.

La mayoría señaló que se espera que tanto la inflación general como la subyacente muestren una tendencia a la baja en los próximos meses. Algunos indicaron que la inflación general podría presentar cierta mejoría, principalmente por menores presiones en la inflación no subyacente. Por su parte, otro apuntó que el dato de inflación general anual promedio durante el segundo trimestre de 2019 podría ser menor que el pronóstico de los dos Informes Trimestrales publicados este año. Mencionó que si las variaciones mensuales permanecen relativamente bien comportadas, entonces las variaciones anuales de la inflación general y subyacente eventualmente convergerían hacia niveles menores, una vez que los efectos de base de comparación se desvanezcan. Profundizando sobre las perspectivas de la inflación subyacente, algunos expresaron que debería comenzar a disminuir, en parte, debido a menores efectos indirectos de los precios de los energéticos, así como a la debilidad de la economía. En este contexto, señalaron que se sigue anticipando el cumplimiento de la meta para la inflación general hacia mediados de 2020. Uno de ellos consideró que es factible alcanzar el objetivo de 3% en el primer semestre de 2020 y que se logre una cifra menor a 3.5% hacia finales de 2019. Otro indicó que la inflación subyacente deberá empezar a bajar una vez que se empiecen a evaporar los efectos transitorios indirectos en el precio de los alimentos que se derivaron de los aumentos observados en los energéticos durante la segunda mitad de 2018. Estos efectos fueron el resultado de la confluencia de choques de oferta, en energéticos y alimentos, que eventualmente terminarán por desvanecerse.

En cuanto a los riesgos para la inflación, la mayoría señaló que algunos han disminuido, mientras que otros han ganado relevancia. Entre los riesgos al alza para la inflación general, la mayoría destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Al respecto, uno consideró que no queda claro qué tan relevante es el riesgo del traspaso de una mayor depreciación cambiaria sobre el nivel de precios, ya que el coeficiente de traspaso es sumamente bajo o bien muy cercano a cero. Indicó que el traspaso es prácticamente insignificante para economías con regímenes de objetivos de inflación, con autonomía del banco central respecto de la autoridad fiscal y con un tipo de cambio flexible. No obstante, reconoció que tampoco se puede descartar por completo este riesgo, ya que el traspaso no es estático y podría tener un comportamiento no lineal no anticipado. Al respecto,

otro miembro enfatizó el riesgo de presiones cambiarias por la pérdida del grado de inversión de Pemex por parte de una segunda calificadora y que al aumento de dicho riesgo ha contribuido la ausencia de un plan de negocios creíble para Pemex. Por otra parte, la mayoría resaltó como otro riesgo al alza, la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado por el acuerdo recientemente alcanzado. Uno agregó el riesgo asociado a la ratificación del T-MEC. Algunos mencionaron la posibilidad de un escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global y que la persistencia mostrada por la inflación subyacente dé lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir. Adicionalmente, la mayoría subrayó el riesgo de que se deterioren las finanzas públicas.

La mayoría señaló el riesgo de que, dada la magnitud de diversas revisiones salariales, se generen presiones de costos en la medida en que estas superen las ganancias en productividad. Uno destacó que lo anterior podría afectar al empleo formal y presionar, en particular, a la inflación subyacente. Otro miembro indicó que preocupa que dichas presiones de costos se estén presentando en la economía en su conjunto y especialmente en el sector manufacturero. Agregó que estas presiones podrían acentuarse a principios del año entrante, en caso de que los salarios mínimos se ajusten por encima de las ganancias en productividad. Uno recalcó que una capacidad de la economía menor a la anticipada para absorber aumentos en los costos laborales, podría presionar los precios en los sectores más intensivos en mano de obra, como lo son varios sectores de servicios. Aunado a lo anterior, mencionó como riesgos adicionales que los efectos indirectos de los precios de los energéticos y del salario base de cotización se materialicen en mayores presiones sobre los precios de la vivienda y de otros servicios, así como la posibilidad de incrementos más pronunciados en los precios de las mercancías alimenticias ante aumentos en los precios internacionales. Otro agregó que, a pesar de una mayor holgura, podría continuar la resistencia de la inflación subyacente a disminuir, tal como ha sucedido en los últimos trimestres, en los que a pesar de haberse registrado un mayor debilitamiento de la actividad económica al anticipado, la inflación subyacente ha continuado mostrando resistencia a disminuir e incluso aumentó en el margen. En cuanto a los riesgos al alza que podrían afectar directamente al componente no subyacente, la mayoría mencionó la posibilidad de que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos



agropecuarios. Uno comentó que en un entorno de tensiones geopolíticas, el precio internacional del petróleo podría ser distinto a lo proyectado. Alertó que un mayor precio del petróleo afecta los precios de las gasolinas, limitando así el campo de acción del gobierno federal para estabilizarlos mediante ajustes del IEPS.

Por otra parte, en cuanto a los riesgos a la baja para la inflación general, la mayoría destacó el riesgo de que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. Asimismo, señaló que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, como se infiere de la información más oportuna sobre la actividad económica, lo cual podría influir en el comportamiento de la inflación subyacente. Uno agregó la posibilidad de que mejoren las finanzas públicas. Respecto de los riesgos a la baja que afectan directamente a la inflación no subyacente, la mayoría mencionó que podrían presentarse menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en este subíndice, tal como ha sucedido con los energéticos. Uno detalló que podría disminuir el precio de las gasolinas ante un menor precio del petróleo, ante una mayor debilidad económica mundial.

La mayoría coincidió en que persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Consideró que el efecto neto de los riesgos sobre la inflación es incierto, ya que están operando efectos contrarios. Un miembro argumentó que, en su opinión, los riesgos han disminuido sustancialmente en relación con los que se tenían en diciembre pasado. Ello debido a diversos factores como la mejora en las condiciones financieras globales que quita presión sobre el tipo de cambio y, eventualmente, sobre la inflación. Añadió que se espera que los precios de los energéticos se mantengan estables, de conformidad con la política de fijación de precios del gobierno federal. Subrayó que el impacto del salario mínimo sobre la inflación ha sido poco significativo, que las condiciones de holgura en la economía han venido incrementándose y que el balance de riesgos para el crecimiento está claramente sesgado a la baja. Por su parte, otro opinó que se mantiene un balance de riesgos al alza, a pesar de la anticipación de una mayor holgura y de los recientes anuncios de la Reserva Federal, ya que está por verse si se materializan acciones concretas por parte de ese Banco Central y en su caso cuáles serían sus efectos sobre la inflación. Por otra parte, enfatizó que como resulta claro de la experiencia reciente

con las tensiones comerciales con Estados Unidos y los cambios en la calificación crediticia o en la perspectiva de la deuda soberana y de Pemex, el tipo de cambio puede registrar ajustes repentinos por eventos internos y externos. Añadió que a lo anterior se agrega el riesgo de presiones salariales por encima de las ganancias de productividad, y del comportamiento del componente no subyacente. Indicó que a su juicio la convergencia de la inflación a la meta en 2020 implica cifras para ese rubro de alrededor de 3%, cuando su promedio de largo plazo ha estado por arriba de dicha cifra. Un miembro argumentó que, en cuanto al balance de riesgos para la inflación, es importante analizar por una parte los riesgos para la inflación no subyacente y por otra parte aquellos para la subyacente, ya que los factores que determinan a cada componente son distintos. Indicó que los riesgos para la inflación no subyacente son más simétricos, es decir, su ocurrencia puede favorecer o perjudicar a su dinámica, además de que esta no se ve afectada por la política monetaria. Por su parte, los riesgos para la subyacente son más asimétricos y, en principio, susceptibles a las acciones de política monetaria. Consideró que el balance de riesgos para la inflación subyacente parece estar al alza, mientras que el correspondiente a la no subyacente, ligeramente a la baja.

Todos los miembros destacaron que desde la última decisión de política monetaria los mercados financieros nacionales mostraron episodios de volatilidad, resultado de la amenaza de la imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos por parte de Estados Unidos. La mayoría señaló que las revisiones a la perspectiva o calificación de la deuda soberana y de Pemex por parte de algunas agencias calificadoras también contribuyó a la mayor volatilidad. No obstante, destacó que en las últimas semanas las tasas de interés nominales y reales de los valores gubernamentales para horizontes de mediano y largo plazos registraron disminuciones importantes y que la cotización de la moneda nacional revirtió la depreciación que había presentado. Consideró que a esta mejoría contribuyeron el acuerdo alcanzado entre los gobiernos de México y Estados Unidos, el mayor apetito por riesgo entre los inversionistas ante la perspectiva de políticas monetarias más acomodaticias en economías avanzadas, así como los diferenciales de tasas de interés entre México y otras economías. Al respecto, uno mencionó que estos diferenciales han mitigado salidas de capital, principalmente en instrumentos públicos y privados de renta fija, si bien ante la incertidumbre prevaeciente se ha registrado una recomposición en las tenencias de bonos gubernamentales hacia instrumentos de largo plazo que explica, en parte, la

inversión de la curva de rendimientos. Uno mencionó que las tasas de interés nominales y reales de largo plazo brindan información útil respecto a las primas de riesgo en la economía. Agregó que ambas curvas de rendimiento se encuentran invertidas, lo cual puede ser informativo para la evaluación de la economía y de la postura monetaria. Uno señaló que, en línea con la mejora sustancial de las condiciones financieras globales que se dio a partir de junio, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo se encuentran hoy en sus niveles más bajos del año y se han reducido en más de 100 puntos base, la prima por riesgo soberano ha disminuido ligeramente y la Bolsa Mexicana de Valores retomó una tendencia alcista, después de haber caído en mayo. Asimismo, destacó que el peso se ha apreciado con respecto a los niveles observados a finales de 2018 y resaltó que el nivel del tipo de cambio se sustenta en el diferencial de tasas de interés, así como en el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y su reciente aprobación en el Senado de México, en la negociación con los tenedores de bonos de NAIM, en el combate al robo de combustible, y en el compromiso de disciplina fiscal de la nueva administración. Al respecto, otro miembro agregó que aunque las tasas de interés de largo plazo disminuyeron en México, lo hicieron en menor medida que en otras economías emergentes. Señaló que si bien el favorable diferencial de tasas de interés en el caso de México, con respecto al observado en otras economías emergentes, ha mitigado el ajuste del tipo de cambio ante la presencia de choques, la cotización del peso frente al dólar ha acumulado durante 2019 una apreciación similar a la de monedas de otros países latinoamericanos, lo que pone en evidencia la percepción de riesgo sobre la economía mexicana.

La mayoría advirtió que hay factores que podrían deteriorar el desempeño de los activos financieros en México, como los riesgos sobre las perspectivas crediticias de la deuda soberana y de Pemex, así como la incertidumbre sobre la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Uno apuntó que ante los factores de riesgo referidos, los activos nacionales están cotizando con un descuento respecto de los activos de otros mercados emergentes comparables. Otro consideró que los riesgos para los mercados financieros nacionales han venido a la baja, aunque reconoció que siguen latentes aquellos asociados a la debilidad económica global y nacional, así como a la situación de Pemex.

Algunos integrantes manifestaron que las calificaciones de la deuda soberana y de Pemex

tuvieron una revisión a la baja por parte de una agencia calificadora y un cambio de perspectiva de estable a negativa por parte de otra. Uno de ellos señaló que conviene recordar que, si bien diversos activos financieros mexicanos y sus derivados como las coberturas ante incumplimiento crediticio, ya incorporaban desde hace meses la revisión de BBB+ a BBB, persiste la preocupación respecto de ajustes adicionales por posibles vulnerabilidades provenientes de las finanzas públicas. Por su parte, otro apuntó que las calificadoras destacaron los siguientes puntos para justificar sus decisiones sobre la calificación crediticia soberana: i) la incertidumbre sobre la implementación de políticas públicas y su efecto en la confianza de los inversionistas; ii) los cambios y la falta de claridad en la política energética; iii) los riesgos sobre la situación financiera de Pemex y la incertidumbre sobre su plan de negocios; y iv) las implicaciones de los factores anteriores en las finanzas públicas y el crecimiento económico.

La mayoría consideró que es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex. Con respecto a esta empresa, uno destacó que la agencia calificadora que recientemente le redujo su calificación, mencionó que dicho ajuste reflejó: i) el descenso en la calificación crediticia soberana, ii) el continuo deterioro del perfil financiero de la empresa y, iii) la falta de inversión para revertir la disminución en su capacidad de producción. Otro señaló que llama la atención que la decisión de reducir la calificación o la perspectiva de la deuda de Pemex tuvo lugar antes de que la empresa diera a conocer su plan de negocios. La mayoría destacó que la prima de riesgo de esta empresa ha presentado un deterioro significativo. Un miembro atribuyó lo anterior a las acciones de las agencias calificadoras y puntualizó que, si bien el aumento en la prima de riesgo de la deuda de Pemex ha afectado al costo financiero de la empresa, el impacto sobre el costo financiero de la deuda soberana ha sido limitado, ya que incluso la prima de riesgo soberano disminuyó mientras que la de Pemex aumentaba. Algunos señalaron que el mercado descuenta la pérdida del grado de inversión por una segunda calificadora. Afirmaron que la confirmación de dicho evento podría dar lugar a ventas forzadas de deuda de la empresa por parte de inversionistas, proceso que pudiera ya haber iniciado. Un integrante mencionó que esto complicaría aún más la capacidad de financiamiento no solo de la empresa sino de toda la economía, podría incidir en la volatilidad de los mercados financieros y comprometer la consolidación de las finanzas públicas. Indicó que el precio de la deuda externa de Pemex ha registrado un deterioro en el mercado secundario, lo que podría implicar una

menor disponibilidad de recursos en el futuro. Otro argumentó que una pérdida en el grado de inversión de Pemex no necesariamente daría lugar a episodios de volatilidad financiera, ya que dicho riesgo ya ha sido descontado y los ajustes en los portafolios de los inversionistas se pueden ir dando de manera paulatina.

En este contexto, la mayoría señaló la importancia de evitar un deterioro adicional en la calificación de la deuda de Pemex. Notó que para mejorar la situación de esta empresa es necesario un plan de negocios claro y creíble, una estrategia de mediano y largo plazo enfocada en la generación de valor y que mejore el acceso de la empresa a los mercados financieros. No obstante, un integrante advirtió que aún no se tiene una solución al problema de la empresa. Apuntó que se han anunciado medidas aisladas que afectan el desarrollo del sector energético, como la cancelación de la última ronda de licitaciones, la construcción de la refinería de Dos Bocas, y el proceso de arbitraje internacional iniciado por la CFE en contra de las empresas que construyeron el gasoducto marino Texas-Tuxpan. Algunos mencionaron que en caso de que las acciones que se tomen para reactivar la producción petrolera y sanear las finanzas de Pemex sean insuficientes, ello tendría implicaciones importantes para las finanzas públicas y en general para la economía. Uno de ellos consideró que cada vez es más urgente la implementación de medidas que atiendan los retos de esta empresa. Algunos advirtieron que la situación financiera de CFE también contribuye a incrementar la vulnerabilidad de las finanzas públicas en México.

La mayoría destacó 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. Uno notó que ante una situación externa de alta complejidad y acciones insuficientes en lo interno para compensarla, las repercusiones en la inversión y el crecimiento potencial pueden ser considerables, en un entorno en el que este último parece ya estar disminuyendo. Al respecto, resaltó que las expectativas de los analistas del sector privado para el crecimiento de la economía durante los próximos 10 años se ubican apenas ligeramente por encima de 2%. En este contexto, la mayoría señaló que además de seguir una política monetaria prudente y firme, es necesario que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Uno argumentó que ello es de suma importancia debido a que los márgenes de maniobra para la política monetaria se amplían en un entorno de finanzas públicas sólidas. La mayoría añadió que también

deben adoptarse medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, así como una mayor productividad, señalando uno la adopción de nuevas tecnologías y el fortalecimiento del capital humano. Asimismo, la mayoría mencionó que es indispensable fortalecer el Estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. En este contexto, uno recalcó la necesidad de evitar que se combine una desaceleración económica con acciones que afecten la formación de precios y presionen a la inflación por encima de su meta.

Sobre las finanzas públicas, la mayoría advirtió que en un entorno de menores ingresos existe poco margen de maniobra para la política fiscal. En particular, uno indicó que los ingresos presupuestarios totales del sector público, incluyendo Pemex, CFE y otros organismos de control presupuestario directo fueron inferiores al programa. Comentó que esta reducción fue consecuencia de una contracción en la plataforma petrolera y de reducciones transitorias en la recaudación del IVA. Asimismo, indicó que esto podría agravarse en caso de una desaceleración mayor a la esperada. Por otra parte, recalcó que el gasto programable reporta un subejercicio en distintos rubros y que las previsiones sugieren que los ingresos y los gastos del sector público cierren el año con desviaciones negativas con respecto a lo programado para 2019. Ante este escenario, señaló que es limitado el margen de maniobra del sector público para compensar los faltantes en los ingresos. Enfatizó que esto podría conducir a una política de aumentar el IEPS a los combustibles y/o a retiros al Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP). No obstante, otro miembro agregó que, dado su compromiso explícito con la consolidación fiscal, el gobierno federal no tendría margen para financiar el déficit con deuda, ni tampoco tendrá espacio en el gasto, el cual ya se ha reasignado hacia rubros sociales que resultan difíciles de reducir. En este sentido, destacó que la poca claridad y previsibilidad en la dirección de diversas políticas públicas en sectores estratégicos, y una política de gasto que ha favorecido la redistribución de recursos hacia las transferencias sociales a costa de la inversión pública, constituyen factores que siguen minando la confianza de los inversionistas y presionando la dinámica de la economía y de las finanzas públicas.

Finalmente, un integrante resaltó que la banca nacional posee un nivel de capitalización robusto y un nivel amplio de liquidez. Mencionó que estos indicadores reflejan que la banca es capaz de responder a pérdidas inesperadas o situaciones de tensión que se presenten en un horizonte de corto

plazo. Concluyó que las pruebas de estrés publicadas en el último Reporte de Estabilidad Financiera, confirman la resiliencia del sistema bancario en México.

La mayoría consideró que la postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta. No obstante, expresó su preocupación por la resistencia a disminuir que ha mostrado la inflación subyacente. Uno resaltó que dicha persistencia se ha dado a pesar de la postura monetaria restrictiva y ha representado un obstáculo para la convergencia de la inflación general a su objetivo. Otro comentó que el componente subyacente es el que refleja de manera más adecuada las presiones inflacionarias en la economía y que se ha mantenido en niveles elevados pese a la desaceleración de la actividad económica. La mayoría sostuvo que es fundamental vigilar muy de cerca la evolución de la inflación subyacente y que esta retome una tendencia descendente. Uno agregó que la persistencia del componente subyacente, aunada a la volatilidad de la inflación no subyacente y un balance de riesgos de la inflación que en su opinión se encuentra al alza, podría dar lugar a una persistencia de las expectativas de la inflación general para el largo plazo por encima de la meta o a un desanclaje de las mismas. Otro miembro externó su preocupación de que el nivel de las expectativas de inflación para el corto, mediano y largo plazo reflejan falta de credibilidad en las acciones del Banco Central.

La mayoría señaló que la expectativa de una postura monetaria más acomodaticia por parte de la Reserva Federal brinda mayor margen de maniobra al Banco de México. Uno detalló que la postura monetaria en México es una de las más restrictivas entre los mercados emergentes, y añadió que desde mayo de 2017, los movimientos de la tasa de referencia en México han estado en sincronía con los llevados a cabo por la Reserva Federal, de tal forma que se ha mantenido un diferencial de tasas entre México y Estados Unidos de alrededor de 575 puntos base. Consideró que ante las últimas condiciones observadas en las trayectorias de inflación, crecimiento económico y riesgos para la estabilidad financiera, no se puede justificar una ampliación de este diferencial, por lo que ante la eventualidad del relajamiento en Estados Unidos, el Banco de México debería actuar en consecuencia para así mantener el diferencial actual. Otro agregó que de concretarse un ajuste a la baja en la tasa de referencia de Estados Unidos, ello representaría un desafío para la conducción de la política monetaria en México, ya que una ampliación del diferencial de tasas entre ambos países podría generar un apretamiento

adicional en las condiciones monetarias en México, si bien destacó que esto aún no se ha materializado.

Algunos señalaron que ante un entorno complejo para la inflación, no sería conveniente relajar la postura de política monetaria si la inflación no muestra una tendencia clara hacia la meta de 3%. Uno de ellos añadió que no debe descartarse la posibilidad de que se presente una situación de crecimiento económico débil y persistencia de presiones inflacionarias, en la que se retrase la convergencia de la inflación a su meta, de materializarse este escenario la toma de decisiones de política monetaria se tornaría más compleja. Otro miembro sostuvo que es necesario un ajuste a la baja de 25 puntos base en la tasa de política monetaria, ante la evolución positiva de la inflación, las expectativas desfavorables sobre el crecimiento económico y las perspectivas de un relajamiento monetario en Estados Unidos. En su opinión, este ajuste en la postura monetaria en México sería congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria y argumentó que el comunicado de la decisión de política monetaria debería resaltar que los riesgos para la inflación han disminuido desde diciembre del año pasado, que la inflación se ha comportado conforme lo esperado por el Instituto Central y que se prevé alcanzar el objetivo de inflación en un futuro cercano. Mencionó que ello mandaría un mensaje de certidumbre y confianza a los mercados de que la inflación está bajo control y en camino hacia la meta. En este sentido, sostuvo que la información que el Banco Central proporciona a los agentes sirve para configurar sus propias creencias respecto del estado de la economía, por lo que el tono de las comunicaciones del Banco Central puede constituir un mecanismo de coordinación o de confirmación de las creencias de los agentes privados. Destacó que por ello, no puede descartarse que el tono pesimista de los comunicados recientes sea una de las razones detrás de la reciente alza en las expectativas de inflación. Otro miembro señaló que si la inflación continúa comportándose en línea con su convergencia hacia su objetivo, será necesario iniciar un ciclo de relajamiento en un horizonte relativamente corto. Puntualizó que se corre el riesgo de mantener una postura monetaria restrictiva por un periodo prolongado en perjuicio del crecimiento económico, las finanzas públicas y los costos financieros. No obstante, añadió que ante los riesgos para la inflación, la decisión de iniciar un ciclo de recortes debe tomarse con mucha prudencia y cautela. Apuntó que un relajamiento prematuro podría generar volatilidad en los mercados financieros nacionales y afectar variables clave para la estabilidad financiera. Por lo anterior, consideró

que, si bien la tasa de referencia no debe ajustarse en esta ocasión, el comunicado debería tener un tono menos restrictivo.

La mayoría coincidió en que la política monetaria enfrenta una coyuntura compleja en la que prevalece un alto grado de incertidumbre y en la que algunos factores están presionando a la baja la inflación, mientras que otros lo están haciendo al alza. Un miembro destacó que es de esperarse que la trayectoria de la inflación en los próximos meses se vea muy influida por el impacto combinado de la desaceleración de la actividad económica, choques de oferta de varias fuentes y la persistencia de una situación de gran incertidumbre con efectos potenciales sobre el tipo de cambio. Indicó que la incidencia en sentidos opuestos sobre la inflación de los anteriores factores requiere que la política monetaria sea manejada con extrema cautela. Enfatizó que no existe evidencia todavía de un descenso de la inflación subyacente y que si bien algunos riesgos para la inflación se han atenuado, otros, como los derivados de la relación comercial con Estados Unidos y con la calificación soberana y de Pemex, persisten o inclusive se han acentuado. Señaló que, bajo estas circunstancias, existe el riesgo de que la trayectoria del tipo de cambio muestre fluctuaciones incompatibles con el logro de la meta de inflación en 2020. Concluyó que el ajuste de la postura de política monetaria debe basarse en evidencia convincente de una disminución sostenida de la inflación hacia la meta, y que en un entorno de ampliación de la holgura y tanta incertidumbre, la Junta de Gobierno debe estar preparada para responder en caso de sorpresas. Otro afirmó que si bien la ampliación en las condiciones de holgura en la economía, en combinación con un entorno externo en el que prevalecen menores tasas de interés y cierta atonía en las perspectivas de crecimiento, apunta hacia un entorno de menores presiones inflacionarias en el horizonte en el que opera la política monetaria, existen otros elementos que también están influyendo sobre la economía nacional y la formación de precios, especialmente cuando la inflación general y la subyacente se encuentran en niveles superiores a 3%, han mostrado resistencia a disminuir y se mantienen diversos riesgos. La mayoría concordó en que frente a esta problemática es necesario que el Banco Central mantenga una postura prudente y cautelosa y que monitoree de manera estrecha todos los determinantes de la inflación, sus perspectivas, su balance de riesgos y la posible materialización de algunos riesgos, con el fin de garantizar la convergencia de la inflación a su meta. Finalmente, manifestó que la comunicación del Banco Central debería reflejar que estará atento a tomar las acciones de política monetaria que se requieran con

base en información adicional, y actuará de manera oportuna para garantizar la convergencia ordenada de la inflación a su meta.

### 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. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como 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 postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, la Junta de Gobierno decidió por mayoría mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25%. Un miembro votó por reducir dicho objetivo en 25 puntos base. 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 y las condiciones de holgura en la economía, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo 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 y presiones de costos 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, 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%.

Gerardo Esquivel Hernández votó a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para ubicarla en un nivel de 8.00%.

#### 5. VOTOS DISIDENTES

**Voto.** Gerardo Esquivel Hernández

La inflación ha tenido un comportamiento mejor a lo previsto en los Informes Trimestrales anteriores y se encuentra en una trayectoria convergente hacia la meta del Banco de México. La inflación acumulada

al primer semestre del año fluctuará alrededor de 0.30% y será la segunda cifra más baja en lo que va del siglo. Los datos anualizados tanto de la inflación general como de la subyacente se han visto influidos (directa o indirectamente) por los aumentos de los energéticos en el segundo semestre de 2018. Estos efectos, sin embargo, deberán disiparse en la segunda mitad del año por lo que estimo que la inflación a diciembre de 2019 estará muy cerca o incluso por debajo de 3.4%, es decir, en línea con los pronósticos de los Informes Trimestrales del año pasado. Además de lo anterior, hay otros elementos que deben tomarse en cuenta en la determinación de la tasa de interés objetivo: el anunciado relajamiento de la política monetaria de los países avanzados y la notable desaceleración económica en el país. Estos factores abren un espacio para poder reducir la tasa de interés en 25 puntos base sin poner en riesgo ni comprometer el mandato fundamental del Banco de México.

## ANEXO

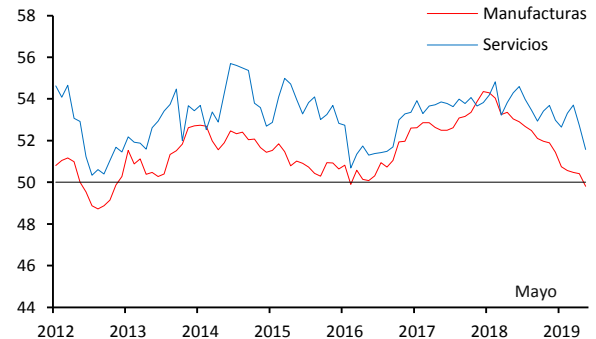
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

La información disponible sugiere que en el segundo trimestre del año la economía mundial se desaceleró como consecuencia de una moderación del crecimiento en algunas de las principales economías avanzadas y emergentes. Asimismo, los indicadores sobre el comercio mundial, la confianza de los negocios y la inversión han acentuado su debilidad en los últimos meses, reflejando, en parte, el escenario de mayor incertidumbre sobre la relación comercial entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios comerciales. Además, indicadores prospectivos, tales como el índice de gerentes de compras del sector manufacturero y de servicios, indican que la debilidad de la economía global podría acentuarse en los próximos meses (Gráfica 1). El escenario descrito anteriormente ha conducido a nuevas revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento de la economía global por parte de diversos organismos internacionales. A su vez, la inflación general y subyacente se ha mantenido en niveles reducidos en las principales economías avanzadas y han disminuido sus expectativas. El entorno anterior ha fortalecido la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías adoptarán posturas monetarias más acomodaticias. No obstante lo anterior, el balance de riesgos para la economía global continúa sesgado a la baja. En particular, existe la posibilidad de que se dé un escalamiento adicional de las disputas comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado, que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros y que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos, incluyendo la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y un recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos e Irán.

**Gráfica 1**  
Índice Global de Gerentes de Compras  
Índices de difusión, a. e.

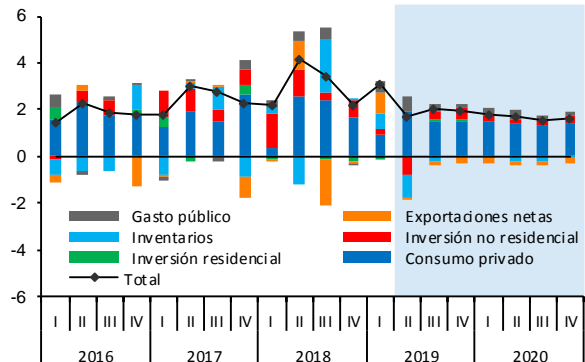


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre será menor al de 3.1% que se registró a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el primero (Gráfica 2). Dicha expectativa se puede asociar a que tanto la inversión residencial como la no residencial han mostrado una mayor debilidad y que, tal como se anticipaba, se ha observado una fuerte desacumulación de inventarios y un menor crecimiento de las exportaciones netas. En contraste, se prevé que el consumo privado y el gasto público muestren una recuperación, atenuando el mal desempeño de los indicadores antes mencionados.

**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: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Blue Chip.

La producción industrial de Estados Unidos se expandió 0.4% a tasa mensual en mayo, después de haberse contraído 0.4% en abril. El avance de mayo estuvo asociado principalmente al fuerte repunte de 2.1% en la producción de electricidad y gas, toda vez que la actividad minera y la manufacturera crecieron a ritmos más moderados, de 0.1 y 0.2%, respectivamente. La atonía de la actividad manufacturera siguió reflejando los efectos de las tensiones comerciales y la debilidad del crecimiento mundial. Adicionalmente, indicadores prospectivos, tales como el componente de nuevos pedidos del Índice del Sector Manufacturero (ISM), continúan sugiriendo que la producción manufacturera se mantendrá débil en el corto plazo.

El mercado laboral en Estados Unidos exhibió indicios de una menor robustez. En particular, la nómina no agrícola aumentó en solo 75 mil plazas en mayo, al tiempo que se revisaron a la baja las cifras de empleo de marzo y abril, con lo que el promedio móvil de tres meses disminuyó de 238 mil en enero de este año a 151 mil en mayo. No obstante, la tasa de desempleo se mantuvo en 3.6% en mayo, en tanto que otros indicadores como la tasa de apertura de nuevas plazas y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo continuaron reflejando condiciones de estrechez del mercado laboral. En este contexto, los salarios siguieron aumentando tanto en términos nominales como reales.

En la zona del euro, si bien el consumo privado continuó mostrando fortaleza, impulsado por el aumento en el empleo y en los salarios, así como por la elevada confianza del consumidor, las cifras disponibles apuntan hacia un menor crecimiento del PIB durante el segundo trimestre. Dicha debilidad está relacionada con el mayor deterioro del comercio internacional, derivado, a su vez, del entorno de menor crecimiento mundial. En este respecto, los indicadores prospectivos, tales como el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y la confianza de los negocios, sugieren que la atonía de este sector pudiera persistir en los próximos meses. A pesar de ello, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, de modo que la tasa de desempleo disminuyó de 7.7% en marzo a 7.6% en abril.

En Japón, los indicadores disponibles al segundo trimestre del año muestran una moderación de la actividad económica, luego de que esa economía creciera 2.2% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el primer trimestre del año. El debilitamiento de la actividad económica estaría

relacionado con el continuo deterioro de las exportaciones netas, en tanto que el consumo y la inversión pública parecerían estar contribuyendo positivamente al crecimiento. Por su parte, el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero ha acentuado su tendencia negativa, incrementando la posibilidad de una contracción de dicho sector en el segundo trimestre. En este contexto, el mercado laboral moderó su ritmo de robustecimiento, si bien continuó apretado. En efecto, la tasa de desempleo en abril se mantuvo en 2.4%, en línea con el promedio del último año, aunque los salarios desaceleraron su crecimiento.

En las economías emergentes, los indicadores prospectivos sugieren una moderación de la actividad económica durante el segundo trimestre. En China, los indicadores de actividad económica reflejaron cierto debilitamiento de la economía en el segundo trimestre, después de observarse una estabilización del ritmo de crecimiento del PIB durante el primero. Asimismo, se prevé un debilitamiento de las principales economías de Europa emergente, destacando los casos de Turquía, Hungría y Polonia. Por su parte, los indicadores oportunos sugieren un repunte en la actividad económica de países como India, Corea, Filipinas y algunas de las principales economías de América Latina.

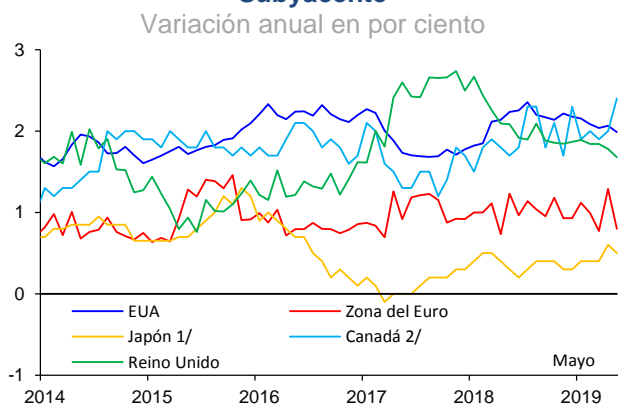
En cuanto a los precios internacionales de las materias primas, estos han registrado, en su mayoría, una tendencia a la baja. En particular, los precios del crudo disminuyeron hasta mediados de junio como resultado de diversos factores que han afectado la demanda mundial de petróleo, tales como el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, el aumento inesperado de los inventarios de crudo y combustibles en Estados Unidos, así como por la desaceleración de la actividad económica global. No obstante, en semanas recientes el incremento en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán se ha reflejado en una recuperación parcial de dichos precios. Por su parte, los precios de los metales industriales continuaron disminuyendo ante una menor actividad industrial en el mundo y por el estancamiento de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. En contraste, los precios de los granos, particularmente del trigo y maíz, aumentaron fuertemente por las condiciones climáticas desfavorables para la siembra que se han presentado recientemente en Estados Unidos.



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

En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable y en niveles bajos (Gráfica 3). Además, la posibilidad de que la actividad económica se debilite y de que las expectativas de inflación continúen disminuyendo pudiera aumentar los riesgos de una mayor persistencia de la inflación en niveles reducidos. En Estados Unidos, la variación anual del deflactor del gasto en consumo se mantuvo por debajo de la meta de la Reserva Federal, mientras que la inflación subyacente medida por el índice de precios al consumidor siguió disminuyendo en mayo, al pasar de 2.1 a 2%. En la zona del euro, la inflación subyacente se ha mantenido baja como resultado, en parte, de que las empresas parecerían estar optando por reducir sus márgenes de ganancia en lugar de aumentar los precios al consumidor ante el gradual incremento en sus costos laborales. Por su parte, en las semanas recientes, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para el caso de economías avanzadas han disminuido, resaltando el caso de la zona del euro, en donde dichas expectativas alcanzaron niveles históricamente bajos (Gráfica 4).

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

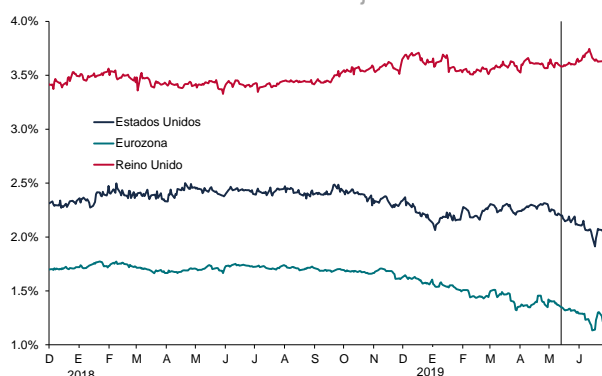


1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

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

Fuente: Haver Analytics, BEA, Statistical Office of the European Union (Eurostat) y Statistics Bureau (Japón).

**Gráfica 4**  
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Implícita en los Swaps de Inflación de Cinco Años dentro de Cinco Años

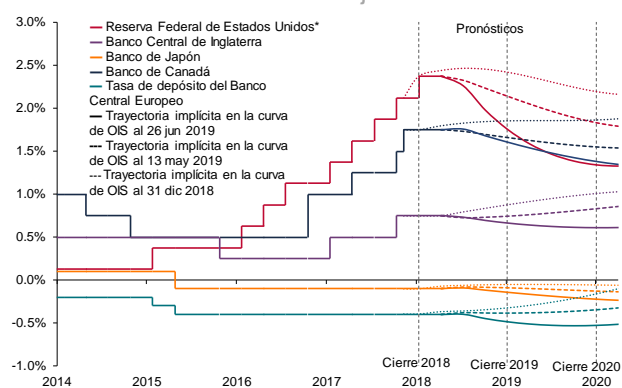


Nota: Un swap de inflación es un contrato por el cual una de las partes se compromete a pagar la tasa esperada de inflación (fija) y recibir la tasa de inflación realizada durante el período (variable). La línea vertical representa la fecha de la última reunión calendarizada de política monetaria.

Fuente: Bloomberg.

En este contexto, se ha fortalecido la expectativa de que los principales bancos centrales de las principales economías avanzadas adoptarán posturas monetarias más acomodaticias, particularmente en caso de que se acentúen los riesgos para el crecimiento de sus economías (Gráfica 5).

**Gráfica 5**  
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS<sup>1/</sup>



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 junio, como se esperaba, la Reserva Federal de Estados Unidos determinó mantener sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 2.25 y 2.5%, si bien un miembro votó a favor de un recorte de 25 puntos base. En su comunicado, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) expresó que, si bien el crecimiento del consumo de los hogares ha repuntado, la inversión de los negocios se ha mantenido débil, al tiempo que la inflación se ha ubicado por debajo de su objetivo de 2%. El FOMC señaló que, ante la mayor incertidumbre que enfrenta la economía de Estados Unidos y la ausencia de presiones inflacionarias, seguirá de cerca la información económica y tomará las medidas apropiadas para mantener la expansión de la actividad económica con un mercado laboral fuerte y un nivel de inflación cercano a su objetivo simétrico de 2%. Por otra parte, la mediana de las proyecciones económicas del FOMC reflejó la expectativa de un menor crecimiento para 2020 y de una menor inflación general y subyacente para 2019 y 2020. En este contexto, la mediana de sus proyecciones sobre la tasa de referencia sugiere que esta podría permanecer en el nivel actual en 2019, si bien 8 de 17 miembros anticipan una menor tasa objetivo antes de que finalice el año. Asimismo, la mediana de la tasa de referencia para 2020 se revisó de 2.625% a 2.125% y la de 2021 de 2.625% a 2.375%. Por su parte, los instrumentos de mercado anticipan entre dos y tres disminuciones de 25 puntos base este año y uno adicional en 2020.

En su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio la tasa de referencia en 0%, la tasa de depósitos en -0.4% y la de préstamos en 0.25%. Respecto de su guía futura, señaló que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta la primera mitad de 2020, y no hasta finales de 2019 como lo indicaba en sus últimos comunicados. Posteriormente, en un discurso en Sintra, el Presidente de esa Institución, Mario Draghi, destacó que, en caso de que la ausencia de una mejoría en la actividad económica pusiera en riesgo la convergencia de la inflación hacia su objetivo, serían necesarios mayores estímulos monetarios. Al respecto, externó que, de ser necesario, el BCE cuenta con herramientas para relajar su postura monetaria, mencionando que en su última reunión se discutieron algunas medidas como la posibilidad de ajustar el sesgo y la condicionalidad de su guía futura, recortar sus tasas de referencia y ampliar su programa de compra de bonos.

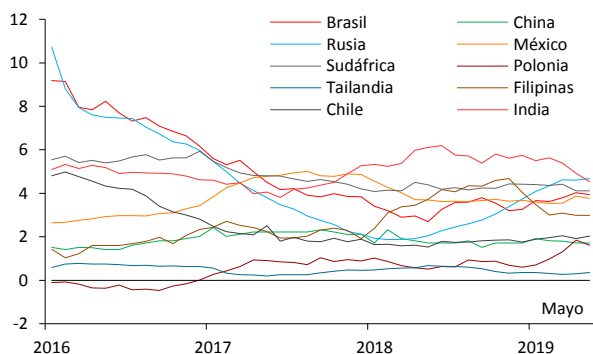
En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Si bien esa Institución señaló que espera que la economía continúe expandiéndose a un ritmo moderado, destacó que los riesgos provenientes del exterior seguirán siendo significativos. En cuanto a su guía futura, reiteró que mantendrá las tasas de interés de corto y largo plazo en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020, aunque subrayó que evaluará los riesgos a la conducción de su política monetaria y hará los ajustes apropiados tomando en consideración la evolución de la actividad económica, de los precios y de las condiciones financieras. No obstante, el Presidente de esa Institución mencionó en su conferencia de prensa que el Banco de Japón flexibilizaría su postura de política monetaria en caso de que la tendencia al alza de la inflación se debilita.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en su reunión de mayo, tal y como se anticipaba. En su comunicado, esa Institución mencionó que la economía canadiense se ha comportado en línea con sus estimaciones y que las cifras disponibles sugieren un repunte en el segundo trimestre, luego de la debilidad en la actividad económica observada a finales de 2018 e inicios de 2019. Sin embargo, argumentó que, en un entorno en el que los riesgos comerciales han aumentado, sigue siendo apropiada una postura monetaria acomodaticia. Además, esa Institución destacó que se mantendrá vigilante de la evolución del gasto de los hogares, el mercado petrolero y las políticas comerciales a nivel global. En este entorno, las variables de mercado incorporan un recorte en su tasa de referencia en los próximos doce meses.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% en su reunión de junio. Ese banco central subrayó que las cifras más recientes sobre actividad económica son congruentes con sus proyecciones publicadas en mayo, si bien reconoció que los riesgos a la baja se han acentuado, destacando la mayor probabilidad de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo y la creciente incertidumbre sobre la economía global. Respecto de su política monetaria, reiteró que, aunque la postura más apropiada sigue siendo la de un alza gradual y limitada en la tasa de interés de referencia, esta se ajustará en la dirección que se requiera. En particular, indicó que ello dependerá de las condiciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea y del impacto que esta tenga sobre la oferta y demanda agregada y en el tipo de cambio.

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes la inflación exhibió un alza debido al incremento observado durante los primeros meses de 2019 en los precios de los energéticos y recientemente en los de los alimentos. No obstante, la inflación subyacente se ha mantenido baja y, salvo ciertas excepciones, ha permanecido sin cambios significativos (Gráfica 6). En este contexto, algunos bancos centrales comenzaron o continuaron con un proceso de relajamiento de su postura de política monetaria. En particular, el Banco Central de India recortó su tasa de referencia en un entorno en el que se ha ampliado la brecha de producto y la inflación se mantiene por debajo de la meta; el de Chile recortó su tasa de interés, destacando que el crecimiento del primer trimestre fue menor a lo que había proyectado; y el de Rusia disminuyó sus tasas de interés, subrayando que podría hacerlo nuevamente en una o dos ocasiones en lo que resta de 2019. Por su parte, el Banco Popular de China implementó medidas adicionales para aumentar la liquidez de los bancos de menor tamaño.

**Gráfica 6**  
**Economías Emergentes: Inflación Subyacente**  
Variación anual en por ciento



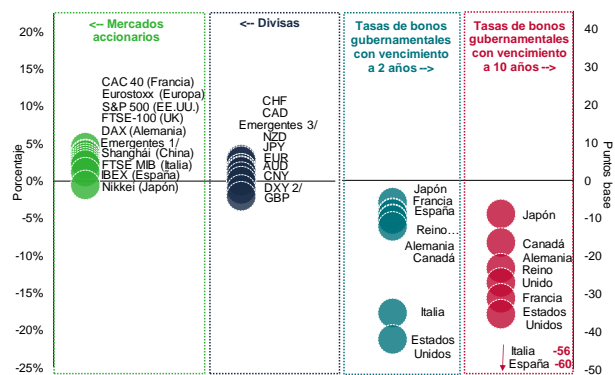
Fuente: Haver Analytics.

La expectativa de una política monetaria más acomodaticia por parte de algunos bancos centrales de las principales economías avanzadas dio como resultado una disminución de las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos y un aumento en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales (Gráfica 7). Por su parte, los mercados accionarios de las principales economías registraron avances moderados, anticipando la posibilidad de menores costos de financiamiento en el futuro cercano, al tiempo que el dólar se depreció ligeramente frente a la mayoría de las divisas ante la expectativa de que la Reserva Federal reduzca su tasa objetivo en los próximos meses. En este contexto, los precios de los activos financieros de las economías emergentes

registraron un comportamiento positivo en general, observándose una ligera apreciación de sus divisas, una disminución en las tasas de valores gubernamentales y cierta recuperación en la mayoría de los índices accionarios (Gráfica 8). En lo que respecta a los flujos de capitales dirigidos hacia estas economías, se observó un comportamiento mixto, al registrarse entradas en los mercados de deuda y salidas en los accionarios.

**Gráfica 7**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
Seleccionados del 13 de mayo de 2019 al 26 de junio de 2019

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 y Intercontinental Exchange (ICE).

**Gráfica 8**  
**Desempeño de Activos de Países Emergentes**  
del 13 de mayo de 2019 al 24 de junio de 2019

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.17%	1.30%	-32	-50	-11
	Brasil	4.07%	10.89%	-116	-121	-26
	Chile	1.83%	2.14%	-83	-61	-8
	Colombia	3.05%	2.68%	-57	-66	-17
	Argentina	5.99%	23.57%	-237	-117	-197
Europa emergente	Rusia	4.20%	10.12%	-65	-47	-18
	Polonia	2.71%	6.41%	-7	-26	-1
	Turquía	4.02%	10.31%	-424	-407	-64
	Rep. Checa	2.29%	1.18%	-25	-29	0
	Hungría	1.57%	-0.15%	-19	-47	-7
Asia	Corea del Sur	2.62%	2.28%	-33	-26	-2
	Malasia	0.58%	4.69%	-13	-16	-7
	India	1.68%	5.48%	-39	-62	3
	Filipinas	1.39%	4.11%	-73	-65	-6
	Tailandia	2.89%	4.63%	-20	-28	-1
	Indonesia	1.95%	2.49%	-26	-59	-1
África	Sudáfrica	-0.29%	4.23%	-40	-23	-19

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 muestran el desempeño del mercado de renta fija de ese país.  
Fuente: Bloomberg

Hacia delante, los participantes del mercado seguirán atentos a la evolución de varios factores de riesgo que podrían dar como resultado un aumento de la volatilidad y un deterioro de las condiciones de los mercados financieros. Entre ellos sobresalen la posibilidad de una resolución desfavorable de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales; una desaceleración más pronunciada de la actividad económica en un entorno en el que el campo de acción de los bancos centrales es limitado; y un escalamiento de las tensiones geopolíticas alrededor del mundo.

## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron episodios de volatilidad asociados con distintos eventos que se presentaron en nuestro país. Entre ellos destacan:

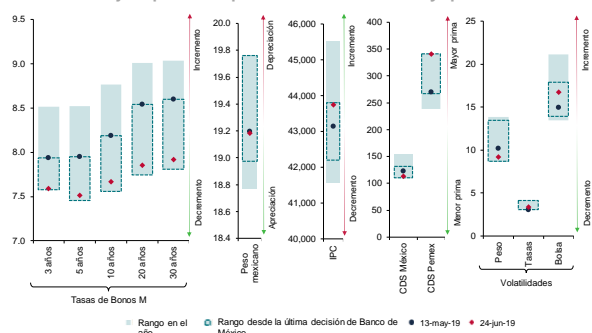
- El anuncio del gobierno de Estados Unidos de la potencial imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos, lo cual no fue llevado a cabo ante el acuerdo temporal alcanzado entre los gobiernos de estos países en materia migratoria.
- La revisión a la baja en la calificación por parte de la agencia calificadora Fitch Ratings de la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera de BBB+ a BBB y el posterior ajuste en la calificación de la deuda de Petróleos Mexicanos de BBB- a BB+. Con este ajuste, la deuda de la Empresa Productiva del Estado perdió el grado de inversión en la escala de esta calificadora.
- Por su parte, si bien la agencia Moody's confirmó la calificación de la deuda de nuestro país de largo plazo en moneda extranjera en A3, revisó la perspectiva de estable a negativa tanto para el soberano como para Petróleos Mexicanos.

Así, la cotización de la moneda nacional frente al dólar operó en un rango amplio, con un nivel máximo de 19.80 pesos por dólar. No obstante, en las semanas más recientes, ante el acuerdo alcanzado con Estados Unidos, con el cual se suspendió la entrada en vigor de los aranceles previamente anunciados, y el mayor apetito por riesgo derivado

de la expectativa de posturas monetarias más acomodaticias en las principales economías, el tipo de cambio finalizó el periodo con una apreciación de 0.10%, en un nivel de 19.18 pesos por dólar (Gráfica 9). De igual forma, las condiciones de operación en el mercado cambiario, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un deterioro con el anuncio de la posible imposición de aranceles, para después normalizarse tras el acuerdo migratorio alcanzado (Gráfica 10).

**Gráfica 9**  
**Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos**

Porcentaje, pesos por dólar, índice y puntos base

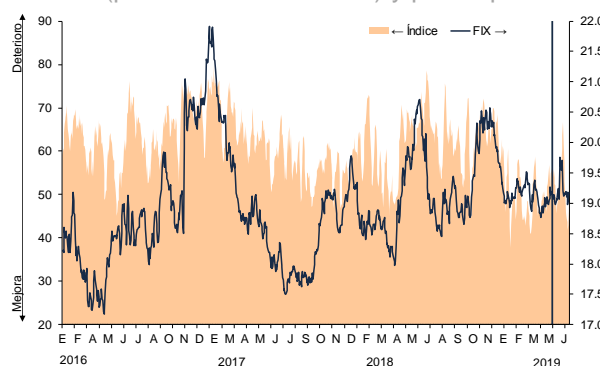


Nota: Para la volatilidad del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1) de los movimientos diarios en toda la curva desde 2007. Para la volatilidad de la bolsa se considera el Vimex publicado por MexDer.

Fuente: Elaboración de Banco de México con datos de Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PIP).

**Gráfica 10**  
**Índice de Condiciones de Operación en el Mercado**

Índice (promedio móvil 5 días) y pesos por dólar

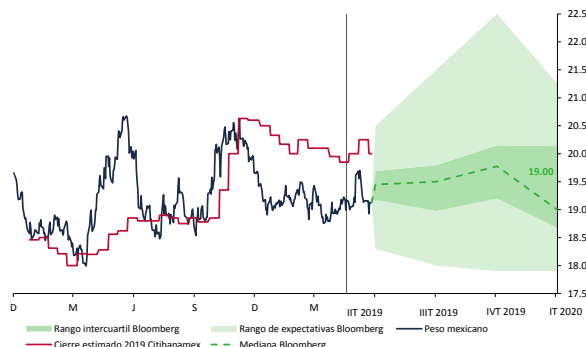


Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias simples entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2011 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: Elaboración de Banco de México con información de Reuters.

Por su parte, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras mostraron ajustes al alza. Para el cierre de 2019 estas se modificaron de 19.85 a 19.90 pesos por dólar, en tanto que para el cierre de 2020 se ajustaron de 20.00 a 20.23 pesos por dólar (Gráfica 11).

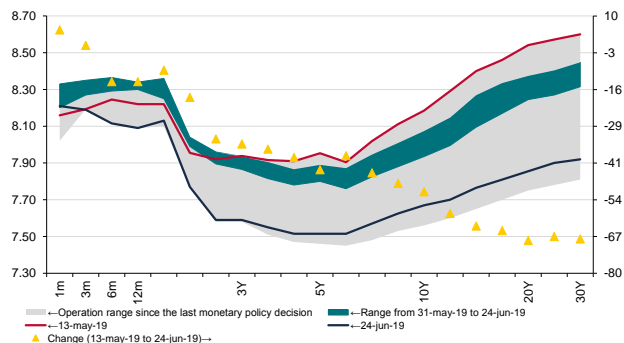
**Gráfica 11**  
Expectativas de Tipo de Cambio a Cierre de cada Trimestre por Analistas  
Pesos por dólar



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

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones de hasta 69 puntos base, principalmente en aquellos instrumentos de mediano y largo plazo (Gráfica 12). Este movimiento estuvo asociado, por una parte, a los ajustes observados en la mayoría de los mercados de deuda a nivel global como consecuencia de la expectativa de que los bancos centrales de economías avanzadas adopten una estrategia de política monetaria más acomodaticia y, por otro lado, a la postura monetaria del Banco de México ante el escenario de riesgos para la inflación en México. Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación se deterioraron en algunos días durante el periodo (Gráfica 13).

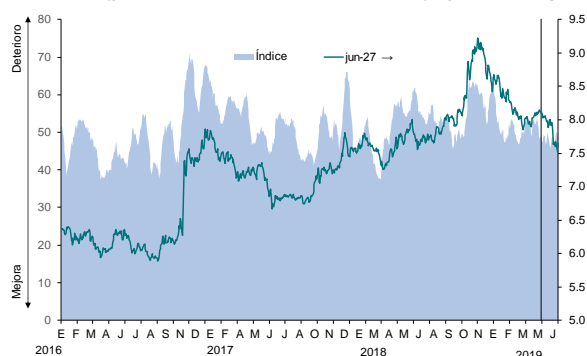
**Gráfica 12**  
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal  
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

**Gráfica 13**  
Índice de Condiciones de Operación del Mercado de Deuda Gubernamental Mexicano y Tasa del Bono jun-27

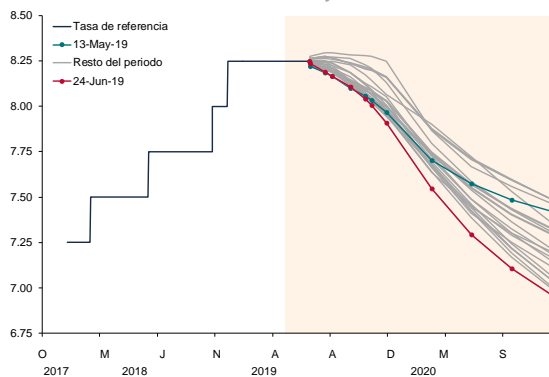
Índice (promedio móvil de 10 días), porcentaje



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: Elaboración de Banco de México con datos de Bloomberg, PIP y casas de corretaje.

Respecto de las expectativas para la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, estas no presentaron ajustes con relación a los niveles observados en el periodo anterior (Gráfica 14). En este sentido, tanto el consenso de los analistas del sector privado encuestados por Citibanamex, como las expectativas implícitas en el mercado, no anticipan cambios en la tasa de referencia para la decisión de junio. Para el cierre de 2019, la expectativa implícita en las tasas del mercado y la mediana de la última encuesta de economistas anticipan una disminución de 25 p.b. en la tasa de referencia de política monetaria.

**Gráfica 14**  
**Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE**  
Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

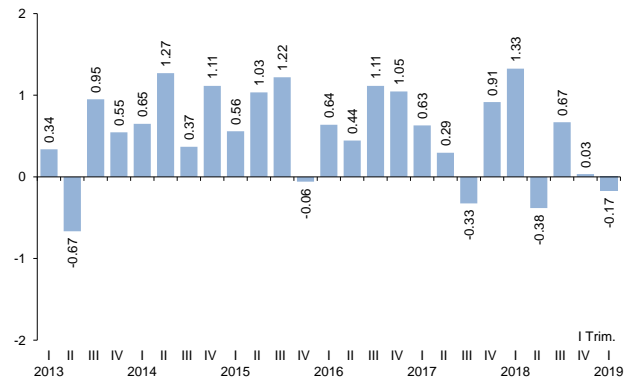
### A.2.2. Actividad económica en México

En el primer trimestre de 2019, el PIB de México mostró una contracción respecto del periodo anterior (Gráfica 15). La información disponible sugiere que en abril de 2019 la actividad económica mostró un incremento marginal respecto del mes previo, en un entorno en el que persiste debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada, especialmente la interna.

Respecto de la evolución de la demanda externa, no obstante el debilitamiento del comercio mundial y el escalamiento de las tensiones comerciales, a inicios del segundo trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras presentaron cierta recuperación con relación a la desaceleración presentada en los dos trimestres anteriores (Gráfica 16). En particular, las exportaciones automotrices siguieron presentando una trayectoria positiva, en tanto que el resto de las manufacturas registraron una reactivación, luego de las caídas exhibidas en los meses anteriores. Por

destino de las exportaciones, se observaron avances tanto las dirigidas a Estados Unidos, como las canalizadas al resto del mundo.

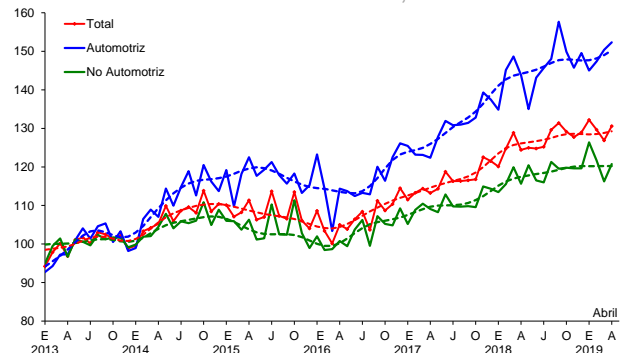
**Gráfica 15**  
**Producto Interno Bruto**  
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

**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.

Con relación a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, en el primer trimestre de 2019 el consumo privado mostró una desaceleración respecto del dinamismo observado durante la mayor parte de 2018. En particular, se observó un menor ritmo de crecimiento del consumo de servicios, lo que contrasta con el dinamismo que este rubro había venido registrando desde finales de 2017, al tiempo que el consumo de bienes continuó exhibiendo atonía. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en empresas comerciales al por menor, las importaciones de bienes de consumo y las ventas de las industrias manufactureras en el mercado

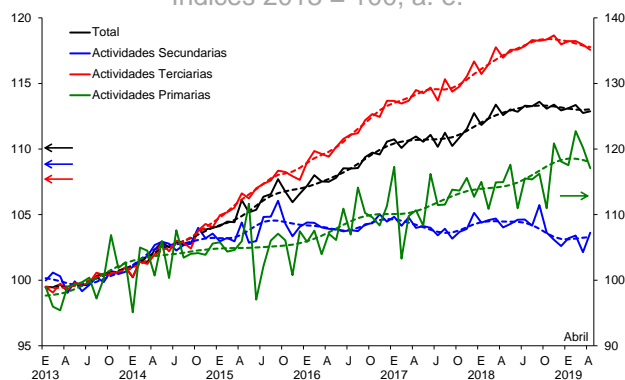


nacional –las cuales tienen una alta correlación con el consumo de bienes de origen nacional– presentaron cierta recuperación en abril de 2019 respecto de la debilidad observada en meses previos. En contraste, las ventas de vehículos ligeros mantuvieron una trayectoria negativa. Por su parte, en el primer trimestre de 2019, se acentuó la tendencia negativa que la inversión fija bruta ha exhibido desde inicios de 2018, no obstante el repunte que tanto el gasto en maquinaria y equipo, como la inversión en construcción, mostraron en enero, toda vez que este se explicó por factores transitorios. En efecto, la inversión en maquinaria y equipo siguió registrando debilidad, en tanto que la inversión en construcción exhibió una trayectoria a la baja.

Por el lado de la producción, a principios del segundo trimestre de 2019 la actividad económica continuó exhibiendo atonía como reflejo del pobre desempeño de los servicios y de las actividades primarias (Gráfica 17). En particular, el comportamiento desfavorable de las actividades terciarias en abril se explica por los retrocesos registrados en el comercio, en los servicios profesionales y de apoyo a los negocios; y en los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas. Por su parte, no obstante la expansión que la actividad industrial registró en abril de 2019, esta se mantiene en niveles similares a los de inicio de año. Al interior de la actividad industrial destaca que tanto la minería como la construcción mantuvieron trayectorias a la baja (Gráfica 18). En contraste, las manufacturas exhibieron cierta recuperación respecto de la debilidad observada desde finales de 2018.

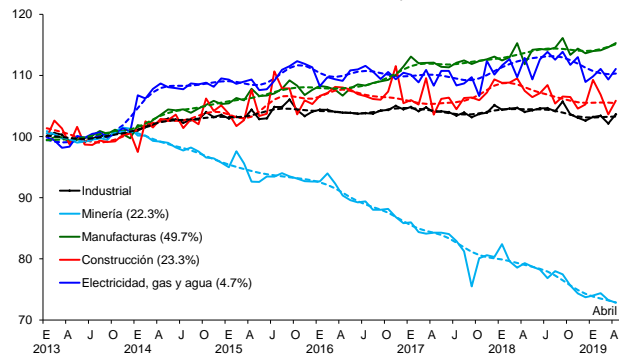
**Gráfica 17**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**

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 1/**  
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.

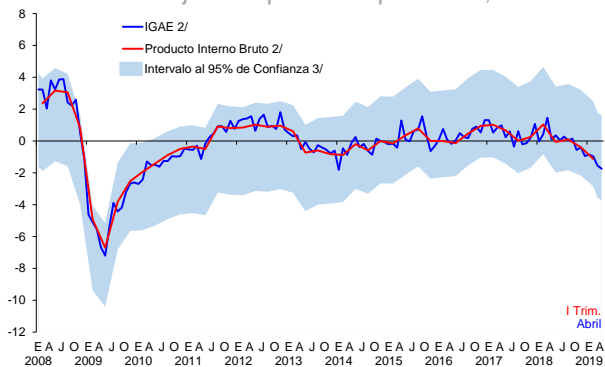
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura continuaron relajándose, incluso más de lo previsto (Gráfica 19). Respecto de las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, han mostrado niveles superiores a los reportados en la mayor parte de 2018 (Gráfica 20). Asimismo, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó presentando una marcada desaceleración. Por su parte, con información al primer trimestre de 2019, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto exhibió un avance con relación al periodo previo. Asimismo, no obstante la caída de los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero registrada a principios del segundo trimestre de 2019, estos continuaron ubicándose en niveles elevados (Gráfica 21).

**Gráfica 19**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
**Sin Industria Petrolera <sup>4/</sup>**

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 primer trimestre de 2019 y del IGAE a abril de 2019.

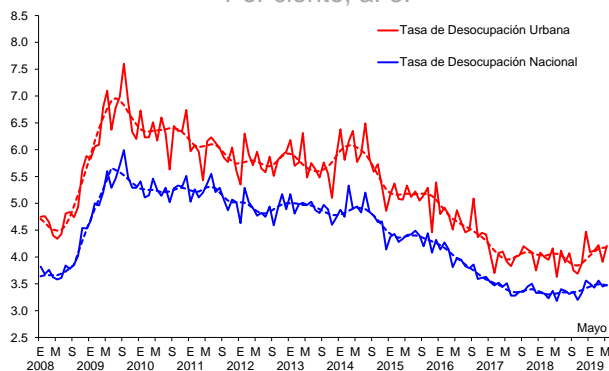
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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.

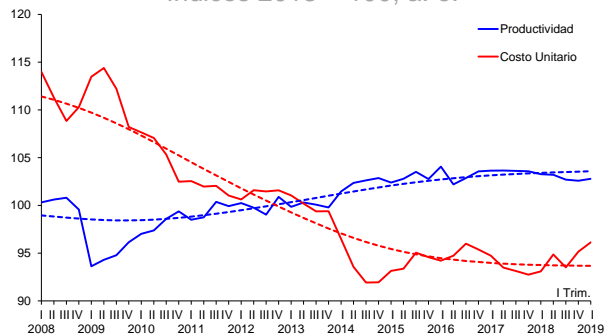


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

**Gráfica 21**  
**Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra <sup>1/</sup>**

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. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

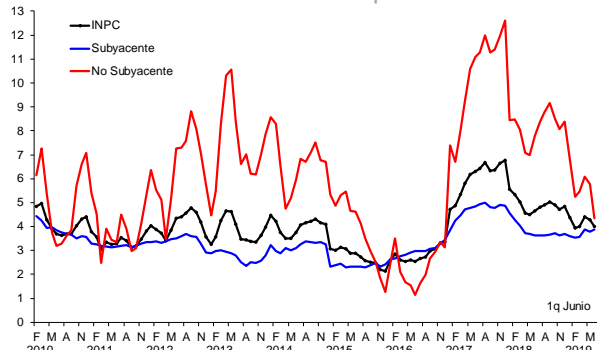
En abril de 2019, el financiamiento interno al sector privado no financiero presentó un crecimiento real anual similar al promedio registrado en los primeros meses de este año. Este mismo comportamiento se observó en las variaciones anuales del financiamiento a las empresas no financieras y el crédito a los hogares, en particular en los préstamos de vivienda. A su vez, el crédito destinado al consumo continuó reduciendo su ritmo de expansión. En cuanto a las tasas de interés, aquellas correspondientes al financiamiento a las empresas no presentaron cambios significativos en el margen, aunque permanecen en niveles elevados. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017, en tanto que las tasas de interés del segmento de crédito al consumo han permanecido prácticamente sin cambios durante el mismo periodo, con excepción de las de tarjetas de crédito, las cuales han presentado incrementos. 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 desde agosto de 2018, si bien continúan en niveles elevados.



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

Entre abril y la primera quincena de junio de 2019, la inflación general anual disminuyó de 4.41 a 4.00% (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este resultado se explica por la importante reducción que presentó el componente no subyacente, toda vez que la inflación subyacente permaneció en el mismo nivel.

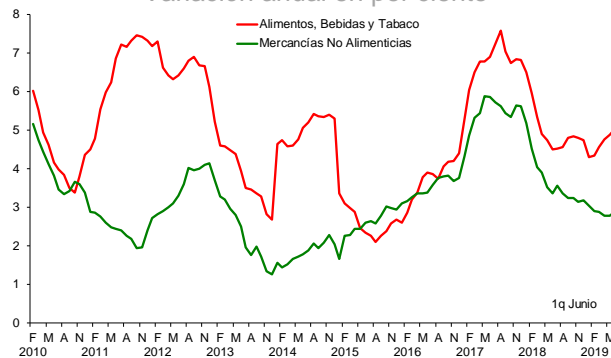
**Gráfica 22**  
Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

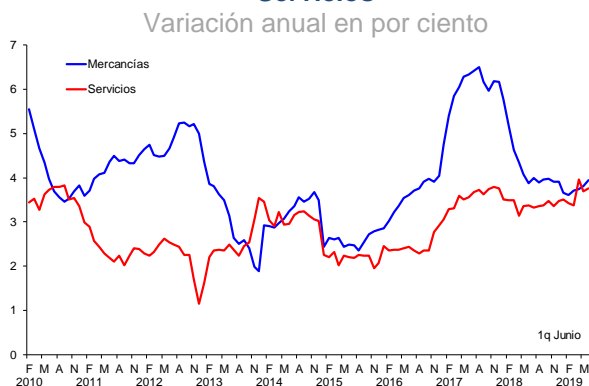
En efecto, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.87% tanto en abril, como en la primera quincena de junio de 2019. Al interior de este índice, las tasas de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias siguieron exhibiendo niveles elevados así como una tendencia al alza, en tanto que las de las no alimenticias se mantuvieron en niveles inferiores a 3% (Gráfica 23). Por su parte, la tasa de variación anual de los precios de los servicios disminuyó, influida por el desvanecimiento del efecto calendario de Semana Santa al alza que tuvo lugar en abril, si bien se continúa ubicando en niveles elevados (Gráfica 24), al tiempo que diversos servicios de alimentación, de transporte y de esparcimiento siguen presentando tasas de variación anual en sus precios mayores a 5% y, en algunos casos, crecientes. Adicionalmente, la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de vivienda siguió presentando una tendencia al alza, aunque se mantiene en niveles inferiores a 3%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

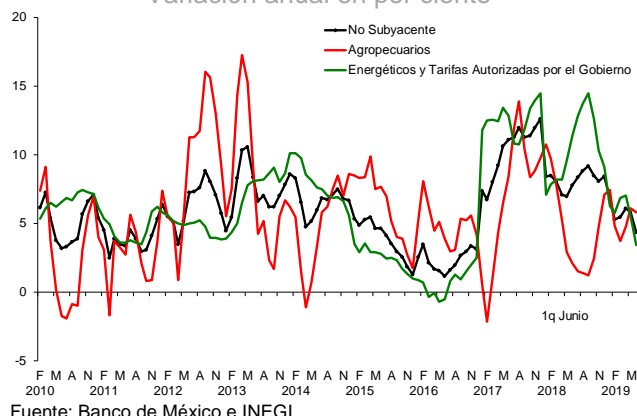
**Gráfica 24**  
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En cuanto a la inflación no subyacente anual, esta se redujo de 6.08 a 4.34% entre abril y la primera quincena de junio de 2019. Ello reflejó los menores incrementos tanto en los precios de las frutas y las verduras, como en los de los energéticos, siendo esto último en parte resultado de la reducción en sus referencias internacionales. Los menores incrementos de estos componentes más que compensaron los aumentos registrados en los precios de los productos pecuarios (Gráfica 25 y Cuadro 1).

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



Entre abril y mayo, las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron comportamientos diferenciados. En particular, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 se ajustó al alza, de 3.70 a 3.75%, en tanto que la correspondiente al cierre de 2020 se mantuvo en 3.60%. A su vez, las medianas del componente subyacente correspondientes a los cierres de 2019 y de 2020 pasaron de 3.56 a 3.60% y de 3.50 a 3.40%, respectivamente. De este modo, las expectativas implícitas para el componente no subyacente para los cierres de 2019 y 2020 se ajustaron de 4.13 a 4.21% y de 3.91 a 4.22%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general de mediano plazo (próximos 4 años) se mantuvo alrededor de 3.55% y la correspondiente a más largo plazo (próximos 5 a 8 años) permaneció estable en 3.50%. Cabe destacar que la mediana para el componente subyacente de mediano plazo se mantuvo cercana a 3.50% y la correspondiente al largo plazo permaneció en 3.40%, luego de que esta última se ubicara en 3.30% durante la mayor parte de 2018. Así, entre principios de mayo y mediados de junio, las expectativas de inflación general y subyacente de corto, mediano y largo plazos no variaron significativamente, si bien en todos los casos se mantuvieron por encima de la meta de 3%. En cuanto a la información derivada de instrumentos de

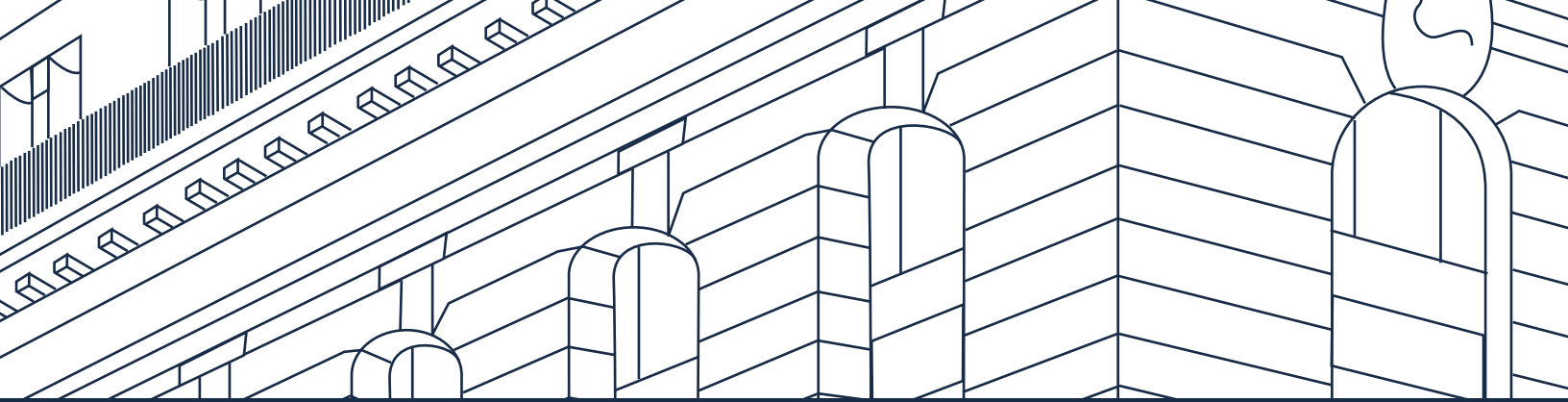
mercado, la compensación por inflación de mediano y largo plazos ha permanecido en niveles elevados.

Respecto a los riesgos para la inflación, algunos han disminuido, y otros han ganado relevancia. Al alza destaca la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Si la economía requiere un ajuste, ya sea del tipo de cambio real o en las tasas de interés de mediano y largo plazos, el Banco de México contribuirá a que dichos ajustes ocurran de manera ordenada, buscando evitar efectos de segundo orden sobre la formación de precios. Otros riesgos son la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado por el acuerdo recientemente alcanzado; que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios; que se deterioren las finanzas públicas; que la persistencia mostrada por la inflación subyacente dé lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir, y el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global. Adicionalmente, que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que estas superen las ganancias en la productividad. Por otra parte, en cuanto a los riesgos a la baja, destaca que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. También figura como riesgo a la baja que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial. Asimismo, que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, como se infiere de la información más oportuna sobre la actividad económica, lo cual podría influir en el comportamiento de la inflación subyacente. Por lo anterior, persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación.

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

Concepto	Abril 2019	Mayo 2019	1q Junio 2019
<b>INPC</b>	<b>4.41</b>	<b>4.28</b>	<b>4.00</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.87</b>	<b>3.77</b>	<b>3.87</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.74</b>	<b>3.82</b>	<b>3.94</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.75	4.88	5.02
Mercancías No Alimenticias	2.77	2.78	2.88
<b>Servicios</b>	<b>3.97</b>	<b>3.69</b>	<b>3.76</b>
Vivienda	2.78	2.83	2.86
Educación (Colegiaturas)	4.84	4.86	4.85
Otros Servicios	4.98	4.30	4.40
<b>No Subyacente</b>	<b>6.08</b>	<b>5.78</b>	<b>4.34</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>4.77</b>	<b>6.08</b>	<b>5.82</b>
Frutas y Verduras	10.19	11.26	9.45
Pecuarios	1.38	3.29	4.26
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>7.01</b>	<b>5.50</b>	<b>3.41</b>
Energéticos	8.58	6.51	3.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.52	3.64	3.74

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 11 de julio de 2019

