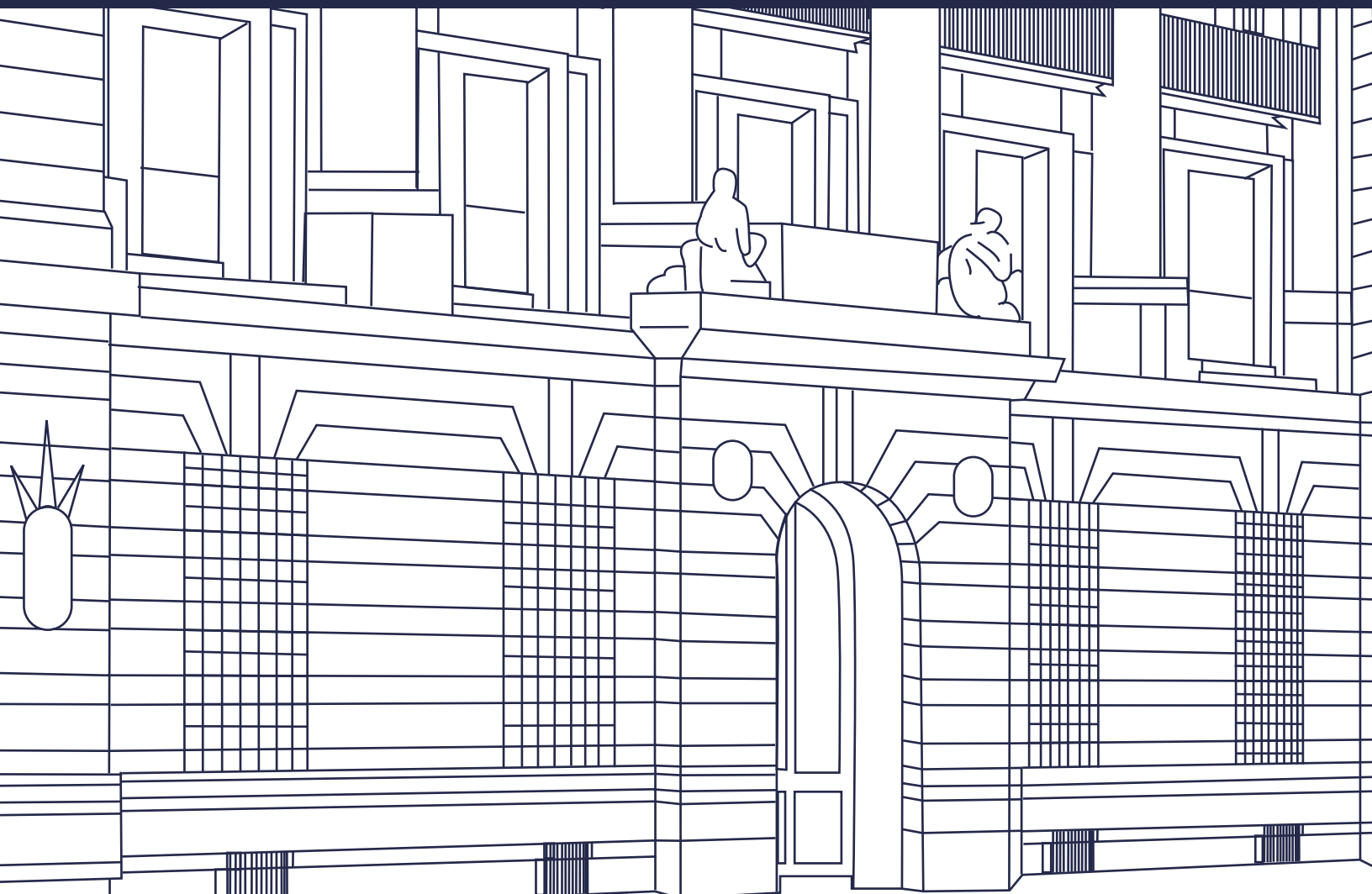




BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 72

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 19 de diciembre 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:** 18 de diciembre 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.  
Arturo Herrera Gutiérrez, Secretario de Hacienda y Crédito Público.  
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.  
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

La mayoría señaló que durante el cuarto trimestre del año la economía mundial continuó desacelerándose. Al respecto, un miembro destacó que lo anterior es resultado de la debilidad de las economías avanzadas, ya que el crecimiento de las emergentes se mantuvo estable durante ese periodo. Algunos agregaron que durante 2019 el entorno internacional se ha caracterizado por una elevada incertidumbre. Uno señaló que la prolongada guerra comercial entre Estados Unidos y China ha sido el mayor obstáculo para el crecimiento económico mundial. Algunos comentaron que los efectos de las tensiones comerciales han propiciado reducciones en el comercio mundial, la inversión, la producción manufacturera y la confianza de los negocios. Uno mencionó que las mayores afectaciones han sido en las economías más abiertas y exportadoras a Estados Unidos y China.

La mayoría mencionó que las principales economías avanzadas han seguido desacelerándose. Uno destacó que la excepción es la economía estadounidense, que se encuentra en el ciclo de expansión más largo de su historia. Otro señaló que la incertidumbre comercial ha afectado la actividad económica de la zona del euro, Japón y Estados Unidos. Comentó que en este último país destaca la

debilidad de la inversión, aunque en general las afectaciones han sido menores. Por otra parte, algunos señalaron que el consumo privado y los servicios han crecido en economías avanzadas. Uno destacó que el sector de los servicios es el principal generador de empleos, y que ha contribuido a mantener brechas de desempleo históricamente bajas. En este contexto, la mayoría consideró que los mercados laborales de estas economías han seguido mostrando fortaleza. En cuanto a las economías emergentes, un miembro consideró que los indicadores disponibles apuntan a una evolución que no ha sido tan favorable, debido a factores idiosincráticos asociados a brotes de inestabilidad política y social, particularmente en América Latina.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento, la mayoría apuntó que estas se han revisado a la baja. Un miembro consideró que es previsible que la inversión siga débil, ya que esta suele ser más sensible a un entorno de elevada incertidumbre que a uno de tasas de interés bajas. Añadió que las condiciones financieras más relajadas, más que conducir a una mayor acumulación de capital, propiciarían un aumento en el apalancamiento de empresas y hogares, lo que podría incrementar las vulnerabilidades financieras, especialmente en los segmentos menos regulados. Otro señaló que durante las últimas semanas, algunos indicadores oportunos han comenzado a sugerir un posible cambio de tendencia. En este sentido, la mayoría coincidió en que se anticipa que el ritmo de expansión de la economía mundial comience a repuntar a partir de principios de 2020. Uno apuntó que esta previsión se sustenta en la expectativa de que, a la par del estímulo provisto por las medidas de política implementadas, la actividad económica global se verá apoyada por el desvanecimiento gradual de los efectos de algunos factores que la han afectado. Añadió que la recuperación económica sería gradual, mientras que otro agregó que sería heterogénea entre regiones.

La mayoría indicó que algunos riesgos para la economía global se han moderado recientemente ante el acuerdo comercial preliminar alcanzado entre China y Estados Unidos, y los resultados electorales en Reino Unido. Asimismo, un miembro mencionó que el acuerdo adicional logrado por los gobiernos de México, Estados Unidos y Canadá también ha contribuido a mejorar el ambiente de negocios. La mayoría subrayó que persisten riesgos para la economía global, asociados a: i) tensiones comerciales; ii) factores políticos y geopolíticos; y, iii) una desaceleración mayor que lo previsto en economías clave. Un miembro mencionó, como riesgo adicional, sorpresas en el ámbito monetario. Respecto del primer riesgo, algunos miembros consideraron que en vista de la proximidad del

proceso electoral en Estados Unidos es difícil garantizar que las negociaciones entre ese país y China no sufran retrocesos. En cuanto al segundo riesgo, algunos notaron que, si bien las elecciones en el Reino Unido disminuyeron la incertidumbre, aún faltan detalles sobre la estrategia de salida de la Unión Europea. En este contexto, la mayoría coincidió en que el balance de riesgos para la actividad económica mundial continúa sesgado a la baja, si bien uno mencionó que, dados los acontecimientos descritos, el balance de riesgos ha mejorado desde la última decisión de política monetaria, así como desde una perspectiva de mediano plazo.

La mayoría señaló que las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas se mantienen en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Algunos miembros notaron que a pesar del apretamiento de los mercados laborales, el impacto sobre salarios e inflación ha sido moderado en estas economías. Respecto de las emergentes, algunos destacaron que en un número importante de estas, la inflación general se ubica por debajo de su meta. Uno agregó que en la mayoría de los casos la subyacente continúa presentando una tendencia a la baja. Otro mencionó que en algunos casos se han observado ligeros incrementos en los niveles de precios. En este sentido, subrayó el aumento en los precios de las materias primas. Por último, agregó que el balance de riesgos para la inflación global se mantiene sesgado a la baja.

Todos señalaron que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron posturas acomodaticias. Un miembro agregó que algunas autoridades monetarias han exhortado a sus respectivos gobiernos para que implementen políticas complementarias que impulsen el crecimiento económico. La mayoría apuntó que en su reunión de diciembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales, destacando que este es apropiado para alcanzar sus objetivos. Añadió que según la comunicación de esta institución, antes de aumentar la tasa de referencia tendría que observarse un aumento de la inflación. Señaló que la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité de Mercado Abierto no indica ajustes adicionales para 2020, mientras que las expectativas de mercado anticipan sólo un recorte adicional para el próximo año. Al respecto, un miembro resaltó que los analistas tampoco esperan cambios en la tasa de fondos federales durante 2020. En relación con las economías emergentes algunos comentaron que varios bancos centrales continuaron relajando sus posturas monetarias. Uno destacó que recientemente Brasil redujo su tasa en 50 puntos

base para sumar un ajuste total a la baja de 200 puntos base a lo largo del año. Finalmente, la mayoría coincidió en que las posturas acomodaticias a nivel global seguirán durante el próximo año.

La mayoría indicó que la reciente moderación de algunos de los riesgos para la economía global antes mencionados, así como las señales de estabilización en algunos indicadores prospectivos, han conducido a un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. Agregó que las posturas monetarias acomodaticias también han contribuido al buen desempeño de estos mercados. En este sentido, un miembro argumentó que estos han incorporado un entorno de bajas tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos. Otro señaló que si bien han habido episodios de volatilidad, estos han sido temporales y se han observado más avances que retrocesos. Algunos mencionaron que los índices accionarios han registrado ganancias generalizadas, alcanzando máximos históricos. En cuanto a los instrumentos de renta fija, algunos comentaron que las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron. Uno destacó que cerca del 30% de todos los instrumentos de renta fija en circulación de economías desarrolladas ofrecen rendimientos negativos, especialmente los de la zona euro y Japón. Señaló que la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano mostró una ligera pendiente positiva. Respecto de las economías emergentes, algunos comentaron que los activos financieros presentaron volatilidad, destacando el caso de América Latina por factores idiosincrásicos. En este contexto, uno mencionó que dicha región tuvo un desempeño negativo en los mercados cambiario y de deuda. Detalló que para las economías emergentes los resultados fueron mixtos. Subrayó que si bien los flujos hacia activos de renta fija fueron negativos durante las últimas cuatro semanas, los de renta variable registraron entradas moderadas en ese periodo. Por su parte, algunos apuntaron que la mejoría en los mercados financieros internacionales ha beneficiado a las economías emergentes. Uno subrayó que los flujos de fondos a estas economías han continuado acumulándose en el año y que en la mayoría de los casos las primas de riesgo han disminuido. En este sentido, consideró que el balance de riesgos para los mercados financieros ha mejorado desde la última decisión de política monetaria, así como desde una perspectiva de mediano plazo. Otro advirtió que, aunque la mejoría observada sugiere un entorno global más favorable, no pueden descartarse apretamientos súbitos resultado de la materialización de algunos riesgos.

Todos mencionaron que si bien la información disponible para el cuarto trimestre de 2019 es limitada, se estima que persista la debilidad que ha venido registrando por varios trimestres la actividad económica en México, y coincidieron en que la economía sigue estancada. Un miembro señaló que la lectura precisa de la actividad económica se complica no sólo por la limitada información disponible, sino también por los efectos de factores temporales que han afectado al sector automotriz. Por su parte, otro miembro añadió que el estancamiento obedece a: i) un entorno externo que no ha sido favorable, pues la producción manufacturera en Estados Unidos se contrajo durante el último año; ii) que cada inicio de sexenio se registra una desaceleración asociada a un lento ejercicio del gasto; y iii) una política monetaria restrictiva que ha afectado al consumo e inversión. Consideró que esto último se vuelve particularmente importante en un entorno en el que el rendimiento real de los bonos gubernamentales está incluso por encima de la tasa esperada de retorno real a muchos proyectos de inversión productiva.

Con respecto a la demanda agregada, un miembro mencionó que persiste la debilidad en sus componentes. Algunos subrayaron la desaceleración del consumo y la tendencia negativa de la inversión. Uno destacó que la inversión pública sigue reflejando la falta de recursos y que la privada ha resentido por varios años la incertidumbre en torno a la relación comercial en Norteamérica y a otros factores internos. Añadió que se ha ampliado la debilidad en la inversión en maquinaria y equipo y en la construcción. Detalló que la inversión no residencial mantiene una tendencia decreciente desde principios de 2015. Respecto de la demanda externa, la mayoría señaló que las exportaciones manufactureras perdieron dinamismo, y que se vieron afectadas por las huelgas en el sector automotriz en Estados Unidos, si bien uno consideró que las exportaciones continuaron con una tendencia positiva.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó el desempeño desfavorable del sector industrial. Algunos puntualizaron que en octubre esta se contrajo nuevamente. Uno agregó que esto reafirmó la tendencia negativa que dicho indicador viene mostrando. Al interior de la producción industrial, la mayoría destacó la pérdida de dinamismo en la producción manufacturera, así como la debilidad en la minería y en la construcción. Con respecto a la producción manufacturera, un miembro detalló que en octubre registró una caída importante, si bien se espera que sea transitoria. Respecto de la construcción, la mayoría resaltó que intensificó su caída durante el año. En cuanto a la minería, uno señaló que parece haber empezado a estabilizarse

después de varios años con tendencia negativa. Finalmente, otro añadió que el sector de servicios continúa desacelerándose.

En cuanto al mercado laboral, la mayoría destacó la disminución en la tasa de crecimiento del empleo formal. Un miembro detalló que en noviembre de 2019 se generaron 345 mil empleos formales, con un crecimiento anual de 1.7%, cifras menores a las del año previo, de 688 mil empleos y un crecimiento de 3.5%. Otro mencionó que es previsible que durante 2019 la creación de empleos formales registre su menor nivel desde 2009. También subrayó la mayor ocupación en el sector informal y el aumento de la subocupación. Mencionó que la variación acumulada desde 2012 del porcentaje de la población económicamente activa que labora menos de 35 horas a la semana se multiplicó casi por 4 entre 2018 y 2019. Uno agregó que también se registró un ligero incremento en la tasa de desempleo. Algunos consideraron que la evolución del mercado laboral ha reflejado la debilidad de la economía, si bien algunos sostuvieron que también ha sido reflejo de la trayectoria de los salarios. En particular, uno manifestó que hay información que sugiere que la política salarial ha comenzado a inhibir la generación de empleos formales, lo que también puede debilitar la actividad económica. Apuntó que tales distorsiones se verán acentuadas como resultado del aumento al salario mínimo del 20% a partir de 2020, el mayor registrado en los últimos 44 años. Otro agregó que la experiencia de la zona libre de la frontera norte muestra con claridad que aumentos salariales incompatibles con la evolución de la productividad tienen efectos adversos en el empleo. Añadió que la tendencia al alza de los costos laborales unitarios ha continuado, como consecuencia tanto de mayores remuneraciones reales, como de una productividad laboral que ha registrado contracciones anuales consecutivas durante los últimos 6 trimestres.

La mayoría coincidió en que el estancamiento de la actividad económica ha implicado la ampliación en terreno negativo de las condiciones de holgura de la economía respecto de lo observado en el trimestre previo. Uno notó que la ampliación ha sido mayor a lo previsto. Otro consideró que su magnitud es preocupante y estimó que la actual brecha negativa del producto es, por mucho, la mayor desde la crisis global de 2009. Otro señaló que las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020 implican brechas negativas del producto en ambos años similares a las estimadas en el último Informe Trimestral. Uno especificó que dada la posición cíclica de la economía, las presiones exógenas de costos, entre ellas las salariales, podrían dificultar la recuperación del empleo y producción, así como la reducción de la brecha negativa del producto.

La mayoría mencionó que las perspectivas de crecimiento están en línea con lo publicado en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019. Respecto de las previsiones para 2020, la mayoría indicó que se prevé una recuperación modesta. Uno comentó que la recuperación es posible debido a: i) una baja base de comparación; ii) que la administración pública se encuentra más preparada para funcionar; iii) la aprobación inminente del T-MEC; y iv) una baja probabilidad de que se repitan los eventos negativos que ocurrieron en 2019. Algunos sostuvieron que se prevé una recuperación moderada del consumo privado, impulsada por la confianza del consumidor, los ingresos por remesas y la masa salarial. Uno manifestó que es previsible que siga la atonía de la inversión, tanto en construcción como en maquinaria y equipo importado. Añadió que se anticipa una ligera recuperación en las actividades terciarias. No obstante, comentó que la producción industrial mantendría un desempeño desfavorable, particularmente en la construcción y minería.

La mayoría de los miembros señaló que en un entorno de marcada incertidumbre, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Uno consideró que dicho balance se ha ido deteriorando a lo largo del año, y otro apuntó que esto se ha dado a pesar de cierta mejoría en el entorno. Algunos sostuvieron que el crecimiento continúa sujeto a riesgos externos e internos. Además de los riesgos globales descritos, uno añadió como riesgo al alza la expectativa de una ligera mejoría de la economía mundial. Asimismo, consideró que dentro de los riesgos internos, destaca la posibilidad de que la política monetaria permanezca restrictiva por un periodo prolongado.

La mayoría mencionó que existen riesgos asociados a la ratificación del T-MEC en Estados Unidos y Canadá. Algunos alertaron que queda pendiente la parte final de la ratificación legislativa en estos países. Sin embargo, la mayoría reconoció que la incertidumbre asociada a dicho proceso ha disminuido y coincidió en que la ratificación del T-MEC podría mejorar el panorama para la inversión. No obstante, uno señaló que se anticipan retos no triviales para su implementación, por lo que no es evidente que en el corto plazo el acuerdo reactive la inversión privada. En este contexto, otro puntualizó que dicho acuerdo es una condición necesaria pero no suficiente para un fortalecimiento de la confianza que sea compatible con una expansión sólida de la inversión. La mayoría enfatizó que para lograr esto último, también es necesario atenuar otros factores de incertidumbre internos, tales como los de gobernanza, certeza jurídica, inseguridad y aquellos vinculados a la situación económica y política del país. Uno afirmó que las implicaciones del comportamiento de la inversión en los últimos años

para el crecimiento potencial son aún más preocupantes, situación que se acentúa al considerar el nivel, la orientación y la elevada concentración de la inversión pública, así como la posibilidad de que continúe el estancamiento reciente o incluso se observe una tendencia negativa de la productividad total de los factores, ante la ausencia de un paquete de políticas públicas que pudiera contribuir a una reversión de dicha tendencia. Por su parte, otro añadió que es poco probable que el Acuerdo Nacional de Inversión en Infraestructura del Sector Privado pueda revertir la atonía de la inversión, debido a que los recursos previstos para estos proyectos son menores al promedio anual observado en los últimos cinco años. Agregó que la recomposición del gasto aprobada en el Presupuesto de Egresos de la Federación 2020 implica un riesgo importante sobre el crecimiento potencial del país, ya que reasigna recursos de sectores estratégicos, como el sistema eléctrico, el aeroportuario y la infraestructura carretera, para proyectos cuya rentabilidad es incierta. Por su parte, otro resaltó como riesgo para el crecimiento a las posibles reducciones en los ingresos públicos.

Como riesgos al alza para el crecimiento, un miembro indicó que los fundamentos del consumo privado, como las remesas, la masa salarial real y la confianza del consumidor, permanecen fuertes. Señaló también que el objetivo de la política fiscal será un menor superávit, lo que permitirá un mayor gasto público. Señaló que los factores que típicamente provocan una desaceleración al inicio de cada sexenio ya no estarán presentes y comentó que los Programas Nacionales de Infraestructura y de Vivienda comenzarán a operar el próximo año. Asimismo, algunos miembros apuntaron que es posible que una postura monetaria menos restrictiva contribuya a una recuperación de la economía. Uno de ellos mencionó que se reactivaría paulatinamente la inversión y el consumo.

La mayoría comentó que la inflación general en noviembre fue de 2.97%, ubicándose alrededor del objetivo puntual. Uno comentó que la inflación general se ha reducido a un ritmo mayor al anticipado. La mayoría subrayó que la reducción en la inflación general ha estado determinada por una disminución importante del componente no subyacente. Al respecto, todos destacaron que la variación anual de este componente fue particularmente baja, alcanzando 0.98% en noviembre. Por otra parte, la mayoría comentó que la inflación subyacente mostró ligeras reducciones para ubicarse en 3.65%, patrón que un miembro destacó se ha observado desde inicios de 2018.

Profundizando en la evolución de la inflación no subyacente, todos consideraron que se ha

mantenido en niveles históricamente bajos. Al respecto, la mayoría resaltó la reducción de las tasas de variación de los precios de los energéticos y de los productos agropecuarios. En lo referente a la inflación subyacente, la mayoría subrayó que esta ha mostrado persistencia. Uno apuntó que ha disminuido a un ritmo menor al previsto al inicio del año. Otro consideró que esta continuó con la tendencia decreciente que se ha observado desde junio de este año. Algunos atribuyeron la lenta reducción de la inflación subyacente a las altas tasas de variación de los precios de los servicios. Uno destacó que a lo largo del año las presiones en los precios de los servicios distintos a la vivienda y de las mercancías alimenticias han estado asociadas, en su opinión, a los efectos indirectos de los aumentos en los precios de los energéticos en 2018 y a los aumentos salariales desde principios de 2019. Por otro lado, uno consideró que varios de los determinantes de la inflación subyacente han tenido un comportamiento favorable en el año. En particular, mencionó la apreciación del tipo de cambio, los bajos niveles de la inflación de energéticos y bienes agropecuarios, así como una brecha del producto negativa.

La mayoría indicó que las expectativas de inflación de corto plazo se han moderado, mientras que las de mayor plazo permanecen por encima de 3%. Uno notó que las expectativas para la inflación general para el cierre de 2019 disminuyeron de 3.00 a 2.94% y para 2020 subieron ligeramente de 3.46 a 3.5%. Otro señaló que las expectativas para la inflación general y la subyacente para 2020 y para el largo plazo con la información más reciente, antes de la decisión sobre el salario mínimo, se ubicaban en 3.5 y 3.4% respectivamente. Agregó que estas expectativas pudieran incorporar parcialmente el ajuste al salario mínimo referido, pero que habrá que esperar a las siguientes encuestas para corroborar si presentan un ajuste adicional. Un miembro mencionó que las expectativas de inflación de corto plazo de encuestas han seguido a la información más reciente y que la compensación por inflación y riesgo inflacionario, implícita en instrumentos de renta fija, se ha mantenido relativamente estable.

En cuanto a los pronósticos de inflación, la mayoría estimó que la inflación general para el cierre de 2019 pudiera situarse por debajo del pronóstico del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019. Uno sostuvo que prevé que esta cerrará por debajo del objetivo, siendo la segunda tasa de inflación anual más baja en lo que va del siglo. Al respecto, la mayoría comentó que este comportamiento obedecería al desempeño extraordinariamente favorable del componente no subyacente durante 2019. Algunos miembros enfatizaron que no es previsible que dicho fenómeno se prolongue por

mucho tiempo. Uno detalló que con una media de casi 6% desde enero de 2001, cuando se adoptó formalmente el régimen de objetivos de inflación, sería difícil esperar que la inflación no subyacente siga registrando cifras tan reducidas por mucho tiempo. Al respecto, consideró que, en este contexto, evaluar el comportamiento de la inflación con base en el índice general tiene serias limitantes. Por su parte, otro argumentó que no es correcto asumir que la inflación no subyacente volverá a mostrar los niveles y la volatilidad que anteriormente tenía, ya que la nueva política de precios de los energéticos disminuye por diseño la volatilidad de este componente. Señaló que ante esta política, no es correcto suponer un rebote mecánico de la inflación no subyacente y que haber supuesto lo anterior propició sobreestimaciones de la inflación general durante 2019. Añadió que este fue el caso de las estimaciones de analistas y del propio Instituto Central, que en mayo de este año ajustó al alza sus estimaciones de inflación para el cuarto trimestre de 2019 —de 3.4% a 3.7%—, mientras que los analistas todavía tenían a principios de agosto una estimación de inflación para el cierre de 2019 de 3.66%. Indicó que dichas estimaciones contrastan notablemente con la cifra estimada para el cierre de año. En cuanto a las perspectivas para la inflación subyacente, algunos señalaron que se prevé que durante diciembre continúe reduciéndose, si bien uno puntualizó que persisten dudas sobre el ritmo al que disminuiría.

Para 2020, la mayoría consideró que las inflaciones general y subyacente reflejarán tanto las condiciones de mayor holgura en la economía como las presiones de costos que se pudieran derivar de los aumentos en el salario mínimo, lo cual podría ubicarlas en niveles moderadamente superiores a los previstos en el último Informe Trimestral. Uno afirmó que si bien es difícil anticipar cual sería el resultado final de la interacción de los factores mencionados, ya que no es común que la economía enfrente presiones de costos laborales en la parte baja del ciclo económico, se prevén presiones moderadas en la inflación subyacente. Algunos apuntaron que con el aumento anunciado al salario mínimo se materializó uno de los riesgos al alza para la inflación, lo que dificultará alcanzar la meta de 3% durante 2020 como se tenía previsto. Uno puntualizó que se anticipa un repunte estacional en la inflación de carácter transitorio en los próximos meses. Por su parte, otro consideró que varios determinantes que impactan a la inflación subyacente con rezagos han tenido un comportamiento favorable en el año, por lo que se anticipa continúe disminuyendo en los próximos meses y que la inflación general continúe en niveles cercanos al objetivo en el próximo año.

En lo referente a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de que se mantenga la persistencia en la inflación subyacente y de que el aumento reciente a los salarios mínimos conduzca a incrementos salariales por encima de las ganancias en productividad en diferentes segmentos de la población ocupada y que ello genere presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y en los precios. Al respecto, argumentó que el efecto del salario mínimo sobre la inflación se prevé moderado. Uno señaló que investigaciones sobre el efecto del salario mínimo concluyen que el impacto debe ser marginal. Otro expresó que no es claro que el aumento del salario mínimo afecte de manera significativa a la inflación y que así lo revela la evidencia del aumento en la zona fronteriza de este año. Detalló que la inflación de la zona norte en 2019 es la menor del país —2.24% a noviembre— y que en la zona fronteriza es incluso menor, a pesar de que en esta última región el salario mínimo se duplicó en términos nominales en 2019. Agregó que algo similar puede decirse sobre lo ocurrido en el resto del país, en donde no obstante un aumento de más de 16% en el salario mínimo, la inflación observada en 2019 se encontrará significativamente por debajo del objetivo. Señaló que es posible que un aumento salarial no sea inflacionario porque: i) afecta a un segmento relativamente pequeño de los trabajadores y de la masa salarial, y ii) es probable que los mercados laborales domésticos operen con distorsiones que han generado una brecha entre el salario y la productividad laboral, de manera que dichos aumentos pueden absorberse mediante ajustes en los márgenes de ganancia. Señaló que el aumento salarial representa un choque negativo de oferta, cuyo posible impacto en los precios es, en todo caso, transitorio, y que la respuesta óptima no es apretar las condiciones monetarias, ya que eso exacerbaría el efecto negativo del choque. Por otro lado, otro miembro indicó que los incrementos salariales deben sustentarse con ganancias en productividad, de lo contrario se amplían los riesgos inflacionarios al introducir distorsiones en los procesos de formación de precios y se afecta negativamente al empleo formal. Agregó que dada la magnitud del incremento, es previsible que un número significativo de micro y pequeñas empresas, que agrupan al mayor número de trabajadores que ganan el salario mínimo, tengan que transferir dichos ajustes a los precios de sus productos, reducir su personal o, en el peor de los casos, abandonen la formalidad. Notó que el reciente anuncio constituiría el segundo incremento sustancial y consecutivo al salario mínimo y que es un factor sobre el que el Instituto Central debe estar vigilante.

La mayoría agregó como riesgo al alza para la inflación que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos, si bien la mitigación de algunas de las tensiones externas y los avances en la ratificación del T-MEC han reducido este riesgo. Uno argumentó que un posible repunte en el tipo de cambio no representa mayor riesgo debido a que el peso se ha apreciado y que múltiples estudios han mostrado que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios no es significativo en economías con un tipo de cambio flexible, una política fiscal prudente y un banco central con alta credibilidad. Además mencionó que ante el riesgo de presiones en el tipo de cambio la política monetaria no debe apuntalar dicha variable como factor para contener la inflación, ya que así se debilita su función como variable para evitar desequilibrios en la balanza de pagos. La mayoría agregó como riesgo la amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, aun cuando este riesgo se ha reducido de manera más notoria al haberse alcanzado un nuevo acuerdo. Al respecto, uno enfatizó que incluso si se lograra la ratificación del T-MEC durante el próximo año, no debe olvidarse que este acuerdo no obliga al Ejecutivo estadounidense a abstenerse de establecer aranceles u otras restricciones comerciales unilaterales, que pudieran representar nuevos choques de precios. Adicionalmente, la mayoría mencionó los riesgos de que se deterioren las finanzas públicas o de que ocurran aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto, lo que podría conducir a que la inflación no subyacente registre una reversión a niveles más elevados. Uno destacó que si bien los precios de los energéticos son administrados y no reflejan automáticamente la evolución de sus referencias internacionales, el aumento de estas últimas genera presiones en las finanzas públicas que, de manera indirecta, impactan en la dinámica de precios internos por distintos canales. Finalmente, un miembro agregó la posibilidad de que un repunte estacional en la inflación de carácter transitorio en los próximos meses muestre mayor persistencia y que la holgura económica continúe sin un impacto visible en la inflación.

En cuanto a los riesgos a la baja, la mayoría mencionó: i) que se aprecie en mayor magnitud la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales o ante los pasos finales para la ratificación del T-MEC; ii) que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto; y iii) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. Uno agregó que se presente un



menor traspaso a precios del aumento al salario mínimo, dadas las condiciones de holgura esperadas y que el comportamiento favorable de los precios del productor de lugar a una reducción del componente subyacente. Señaló que la inflación de los precios del productor está cerca de cero y que diversos estudios señalan una correspondencia con los precios al consumidor después de cierto rezago.

En este contexto, la mayoría indicó que se mantiene la incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria descrita anteriormente. Uno indicó que este balance de riesgos aplica a una trayectoria de la inflación ajustada al alza como consecuencia de la materialización de uno de los riesgos para esta. Otro puntualizó que, en su opinión, el balance es incierto en el largo plazo y equilibrado en el corto plazo. Por su parte, uno mencionó que el balance referido se ha sesgado ligeramente al alza. Otro consideró que los riesgos para la inflación han disminuido sustancialmente durante el año. Indicó que no sólo el entorno externo es mucho más benigno, sino que los factores internos que generaban más incertidumbre se han resuelto favorablemente.

La mayoría coincidió en que si bien los mercados financieros nacionales registraron episodios de volatilidad asociados a los acontecimientos sociales en algunos países de América Latina, recientemente los activos financieros en México y la cotización del peso mostraron un comportamiento positivo. Algunos señalaron que a ello han contribuido tanto el reciente acuerdo para la aprobación del T-MEC, como la postura monetaria. La mayoría mencionó que las tasas de interés de largo plazo disminuyeron. Uno agregó que las tasas reales también se han reducido. Argumentó que, ante un entorno complejo, la sólida postura macroeconómica y monetaria ha sido fundamental para que las curvas de rendimientos nominales y reales, especialmente en sus plazos más largos, se hayan ajustado a la baja de manera ordenada. Señaló que tanto las expectativas para las tasas de interés de corto plazo, como las primas por plazo, han disminuido en los últimos meses. La mayoría observó que el peso mexicano mostró una apreciación, si bien algunos miembros destacaron que se observaron episodios de volatilidad. Uno destacó que el peso mexicano tuvo un mejor desempeño que otras monedas latinoamericanas, algunas de las cuales han estado más expuestas a riesgos políticos y sociales, de manera directa o por contagio. Otro destacó que el mercado accionario presentó ganancias, con las que acumula un rendimiento positivo anual cercano a 6.5%. Respecto de las primas de riesgo, algunos enfatizaron la reducción observada en los CDS. Uno

argumentó que a pesar de la disminución, el nivel de dicha prima implica que el mercado sigue descontando una reducción en la calificación soberana.

Algunos miembros mencionaron que, a pesar de la evolución favorable del entorno externo, persisten riesgos que pudieran afectar el desempeño de los activos financieros nacionales. Con respecto a los de naturaleza externa destacaron la posibilidad de choques, por ejemplo, de contagio proveniente de economías emergentes, principalmente de América Latina, o aquellos asociados al proceso electoral en Estados Unidos. Con respecto a los riesgos internos, señalaron la incertidumbre acerca de la calificación crediticia de Pemex. Uno apuntó que persisten retos de gran trascendencia cuya solución está todavía pendiente. Destacó la potencial implicación de la pérdida el grado de inversión de dicha empresa, tanto para las finanzas públicas como para la calificación crediticia soberana, mientras que otro mencionó que la expectativa de un recorte sigue latente. Por su parte, uno argumentó que el balance de riesgos para los mercados financieros ha mejorado durante el año como resultado de un entorno externo más favorable y de la resolución de elementos internos de incertidumbre. Señaló que, en dicho periodo, las tasas de interés de plazos mayores a tres años disminuyeron en alrededor de 200 puntos base, el peso se apreció en alrededor de 4% y el CDS de México disminuyó en 75 puntos base. Destacó que durante el año se mantuvo la disciplina fiscal, se logró un acuerdo comercial preliminar con el congreso estadounidense y la calificación de Pemex se ha mantenido. Respecto de esto último, señaló que la prima por riesgo de incumplimiento de dicha empresa ha disminuido sustancialmente debido al apoyo del Gobierno Federal, a las operaciones de refinanciamiento y recompra de deuda, y al incremento en la producción petrolera.

La mayoría mencionó que el entorno actual sigue presentando importantes riesgos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, destacó que es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, sostuvo que es necesario reforzar las perspectivas crediticias soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019 y los objetivos del Paquete Económico 2020. Asimismo, apuntó que es indispensable fortalecer el Estado de derecho, abatir

la corrupción y combatir la inseguridad. Uno agregó que también es importante incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y la inversión en capital humano. Otro recalcó que todas estas medidas evitarían un deterioro adicional del crecimiento potencial. Por su parte, uno resaltó que, a juzgar por la opinión de empresarios y analistas, entre los obstáculos para la actividad económica en México destacan factores relacionados a problemas de gobernanza (inseguridad pública, inestabilidad política, impunidad y corrupción) y la incertidumbre en las condiciones económicas internas. En este sentido, otro afirmó que el principal estímulo que se podría dar a la actividad económica es la implementación de medidas de política pública que generen certeza económica e incentiven la inversión.

Profundizando sobre la situación financiera de Pemex, uno puntualizó que una agencia calificadora, cuya posición será crucial para definir el futuro del grado de inversión de Pemex, ha reiterado la perspectiva negativa de la calificación de la compañía, en virtud de la correspondiente a la deuda soberana, el deterioro del perfil crediticio de Pemex y su percepción de que los gastos de inversión de dicha empresa serán insuficientes para reponer sus reservas de crudo en 2019 y 2020. Otro mencionó que la atención sigue centrada en validar la capacidad de la empresa para incrementar su producción y que su continua dependencia del apoyo presupuestal del Gobierno Federal es insostenible. Sobre la situación de las finanzas públicas, algunos destacaron que los objetivos para 2020 se basan en supuestos optimistas y, que con la utilización de los recursos del FEIP este año, los fondos para hacer frente a contingencias se reducirán considerablemente. Uno de ellos agregó que el superávit primario se ha alcanzado mediante el subejercicio del gasto y el uso de recursos provenientes del FEIP. Indicó que utilizar recursos extraordinarios para enfrentar faltantes de ingresos en ausencia de choques imprevistos no atiende los problemas estructurales. Agregó que es de esperar que las presiones fiscales continúen aumentando por la tendencia ascendente del gasto en pensiones a cargo del Gobierno Federal. Por su parte, otro destacó que a inicios de año se temía que el Gobierno Federal no cumpliera con la disciplina fiscal, no obstante, a la fecha, los resultados muestran que esta se mantuvo. Uno alertó que deben considerarse los retos para las finanzas gubernamentales de mediano y largo plazos y que, en este contexto, el anuncio de que las autoridades hacendarias están considerando una reforma fiscal es de gran relevancia.

En relación con la decisión de política monetaria, tomando en cuenta los menores niveles que registra

la inflación general, sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.25%.

Asimismo, un miembro agregó otras dos razones para reducir la tasa de referencia: i) que la señal monetaria y su efecto en el costo del financiamiento debe de ser consistente con una tasa de retorno real, la cual se encuentra a la baja, dadas las condiciones cíclicas de la economía, y que el mantener una disparidad entre estas tasas por un largo tiempo generaría distorsiones en las decisiones de inversión; y ii) que un relajamiento de la postura monetaria contribuirá, aunque de manera modesta, a una recuperación económica para el siguiente año.

Este mismo miembro elaboró sobre la importancia de las posturas monetarias relativa y absoluta debido a que sintetizan los múltiples factores que debe considerar la decisión de política monetaria. Señaló que la primera es esencial en el caso de economías pequeñas y abiertas, ya que refleja el grado de restricción en términos de las condiciones monetarias globales y de las diferencias entre las inflaciones interna y externa. Asimismo, dimensiona desde una perspectiva de apetito por riesgo, si el nivel de restricción relativo permite solventar las primas de riesgo. Opinó que las políticas monetarias acomodaticias a nivel global, en particular de la Reserva Federal, y el incremento del apetito por riesgo, brindan un margen de maniobra para la política monetaria relativa de México.

Respecto de la postura monetaria absoluta, este miembro detalló que esta considera la meta de inflación y la tasa neutral. Al comparar el nivel de restricción monetaria en estos términos se evalúan implícitamente las condiciones de la tasa real de la economía respecto de su nivel de equilibrio. Más aún, el ubicar la tasa de referencia en el tramo restrictivo, por encima de la tasa neutral, como sugiere la postura absoluta actual, comunica a la sociedad el firme propósito de alcanzar la meta de inflación de forma consistente. En suma, las posturas relativa y absoluta permiten calibrar la dirección y magnitud de los cambios en la tasa de referencia. Además, su evaluación nos sugiere que la postura monetaria es más restrictiva de lo necesario.

Por ello, de confirmarse la expectativa de convergencia de la inflación hacia su meta, el mismo miembro mencionó que puede considerarse un mayor relajamiento monetario. Argumentó que la

posibilidad de una inflación por encima de la trayectoria prevista afectaría la credibilidad del Instituto Central, lo cual reafirma la necesidad de ajustes graduales de la tasa de referencia dentro del rango restrictivo.

En este sentido, el mismo indicó que la velocidad de dichos ajustes debe considerar su efecto sobre las expectativas de los agentes. Mencionó que empresas y analistas hacen conjeturas sobre las acciones futuras de política monetaria, las cuales inciden sobre sus expectativas de inflación. Al determinar la velocidad de ajuste, el Banco Central tiene que minimizar los costos a su credibilidad en caso de que la inflación se desvíe respecto de lo anticipado. Indicó que en el contexto de una economía débil con una materialización de riesgos negativos, un relajamiento monetario mayor al necesario implicaría un costo más alto para la credibilidad del Banco Central y la formación de expectativas de inflación, en comparación con el caso de un relajamiento menor al necesario.

Este miembro enfatizó que en este caso, el comportamiento conservador fortalece la percepción del compromiso con el objetivo de inflación, y con su autonomía, además de destacar que las decisiones del Banco Central se basan en una posición objetiva y sustentada en elementos técnicos. Añadió que una ventaja asociada a una política monetaria cautelosa es que modera las expectativas de los mercados financieros sobre las acciones del Banco Central, y permite una evolución ordenada de las tasas de interés con menores costos para la economía.

Finalmente, este mismo miembro sugirió que en la guía de las acciones de política monetaria del comunicado se incorpore el hecho de que la política monetaria se encuentra en un ciclo de bajas de la tasa objetivo, el cual está sujeto a la evolución de la inflación, sus expectativas y su balance de riesgos. Consideró que ello reconocería que se ha reducido la tasa de referencia en cuatro ocasiones consecutivas, y que la trayectoria esperada de la inflación ha sido mejor que la anticipada bajo múltiples escenarios. Incluir lo anterior transmitiría un mensaje más claro y creíble, que estaría en línea con mantener una postura restrictiva en términos absolutos y relativos por el tiempo que sea necesario, pero no tan restrictiva como la actual.

Un integrante consideró que un ajuste de la tasa de interés de referencia de 25 puntos base es insuficiente para reconocer los avances que se han logrado en materia macroeconómica y la mitigación de riesgos en los últimos meses, y que significaría ir detrás de la curva ya anticipada por el mercado. En particular, se refirió a que la inflación se encuentra por debajo del objetivo, a que el tipo de cambio se ubica en niveles inferiores a 19 pesos por dólar y a

que la política fiscal se ha conducido de manera prudente. Añadió que todo ello se ha dado en un contexto en que el crecimiento ha sido nulo. Mencionó que en comunicaciones anteriores se ha dicho que las decisiones de política monetaria se tomarán en función de la información disponible y consideró que las condiciones actuales permiten un mayor ajuste de la política monetaria. Agregó que esta es posiblemente la última oportunidad para hacer un ajuste de mayor magnitud. Consideró que la política monetaria debería contribuir a lograr un mejor desempeño de la economía en su conjunto, y que ello no significa poner en riesgo su mandato principal. Comentó que no hacerlo de esta manera sería poco prudente y sin justificación. Asimismo, apuntó que la política monetaria restrictiva ha afectado al consumo e inversión, en un entorno en que el rendimiento real de los bonos gubernamentales está por encima de la tasa de retorno real esperada de muchos proyectos de inversión productiva. Señaló que una tasa de interés demasiado elevada incentiva el ahorro al incrementar el rendimiento de los bonos y además eleva el costo del crédito. Ambos canales deprimen el consumo y la inversión y, por tanto, el crecimiento. Asimismo, una tasa de interés elevada afecta las finanzas públicas, directamente al incrementar el costo financiero de la deuda pública, e indirectamente a través de su efecto negativo sobre el crecimiento y la recaudación. A su vez, el deterioro de las finanzas públicas y el menor crecimiento ocasionados por las elevadas tasas de interés tienden a incrementar la morosidad y a hacer menos atractiva la deuda pública, lo que induce mayores primas de riesgo. Por ello, una tasa de interés demasiado elevada, que en principio buscaría protegernos de algunos riesgos, puede ser paradójicamente un factor de desestabilización.

La mayoría destacó que ante el panorama de elevada incertidumbre que aún se enfrenta es necesario mantener una política monetaria prudente. Apuntó que el ajuste de la postura monetaria debe ser gradual, respondiendo principalmente a la evolución de la inflación respecto de la trayectoria prevista e incorporando toda la información disponible de la situación y características de la economía, de tal manera que se permita la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a su meta. Agregó que prevalecen importantes riesgos internos y externos. También mostró preocupación porque las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanecen por encima de la meta de 3%.

Un miembro consideró que desde la última decisión se ha elevado la complejidad que enfrenta la política monetaria, debido a que el entorno actual se caracteriza por la presencia de factores que tienen

efectos diferenciados sobre la inflación. Por una parte, se ha observado una ampliación de las condiciones de holgura con un balance de riesgos para el crecimiento económico sesgado a la baja, a la vez que la inflación general se encuentra en la meta, y por otra parte, se materializó el riesgo de un aumento en el salario mínimo mayor al previsto. Otro argumentó que en esta ocasión habría que añadir dos factores. En primer lugar, una menor incertidumbre derivada de factores externos como el T-MEC. Señaló que lo anterior muestra cómo el fortalecimiento de la confianza puede abrir márgenes para la política monetaria. Añadió que ello resalta la importancia de disipar las fuentes internas de preocupación, tanto por su impacto directo sobre la economía, como porque permitiría una implementación más flexible de los distintos instrumentos de política económica. Al respecto, apuntó que se debe tomar en cuenta que la capacidad de respuesta de la política monetaria se verá muy acotada, mientras no disminuya significativamente la incertidumbre interna. En segundo lugar, destacó la perspectiva de un ajuste al alza de la trayectoria de la inflación, riesgo materializado por la vía salarial, que aparentemente es la principal fuente de la persistencia del componente subyacente.

Otro miembro mencionó que el proceso de relajación monetaria se determina período tras período dependiendo de la trayectoria de la inflación general y sus componentes hacia la meta. En particular, en esta evaluación se debe considerar los siguientes factores: el posible repunte de la inflación debido a la persistencia del componente subyacente; la reversión potencial del componente no subyacente; la probable reactivación de la economía en 2020, y la evolución de los riesgos internos y externos. Un miembro indicó que los retos que enfrenta la economía no son sólo los que se derivan de su posición cíclica. Hay otros retos y factores de riesgo, externos e internos, que inciden sobre la economía, la formación de precios y la inflación. Señaló que la determinación de la postura de política monetaria no sólo debe propiciar que las previsiones para la inflación general se mantengan alrededor de la meta en el horizonte de pronóstico, sino que también debe considerar: i) un entorno externo de menor crecimiento, con obstáculos para la inversión, con menores presiones inflacionarias y tasas de interés y, en el margen, con un mayor apetito por riesgo; ii) una importante ampliación de la holgura en la economía; iii) una inflación general que ha disminuido recientemente como resultado de una inflación no subyacente atípicamente baja; iv) una inflación subyacente con resistencia a disminuir y cuyo comportamiento estará determinado por la combinación de una mayor holgura en la economía y los efectos directos e indirectos del aumento en el

salario mínimo; y, v) la necesidad de propiciar condiciones apropiadas en el mercado de renta fija y en las tasas de interés de corto plazo. Respecto de este último punto, detalló que el comportamiento de las tasas de interés debe procurar un ajuste ordenado de la economía; estar en sintonía con el comportamiento de la curva de rendimientos interna y externa, y las primas de riesgo; mantener el atractivo de los mercados de renta fija nacionales y generar confianza, considerar las condiciones monetarias globales; y propiciar que la curva de rendimientos incorpore expectativas de tasas de interés de corto plazo congruentes con los objetivos del Banco Central en el horizonte en el que opera la política monetaria. Enfatizó que lo anterior sugiere la conveniencia de que la adecuación de la postura monetaria en el entorno actual sea gradual. Agregó que en este proceso es necesario identificar, de la mejor manera posible, las condiciones de la economía, los riesgos que esta enfrenta, así como las posibles vulnerabilidades que pudieran presentarse.

Otro miembro opinó que un relajamiento de más de 25 puntos base de la política monetaria no sería conveniente, ya que probablemente validaría el impacto inflacionario de los ajustes al salario mínimo, lo que justificaría expectativas de inflación de largo plazo por encima de la meta. Agregó que, además, una acción de esta naturaleza con miras a fomentar el crecimiento de la economía, sería difícil de reconciliar con la evidencia teórica y empírica de los determinantes del crecimiento económico, y no considera la opinión de empresarios y analistas sobre los factores que están obstaculizando la expansión de la economía mexicana. Además, dejaría de lado la evidencia que muestra que la tasa de interés tiene un impacto modesto sobre el crecimiento económico, inclusive en el corto plazo. Por todo lo anterior, una acción como la descrita seguramente sería percibida como incompatible con el mandato del Banco Central. Añadió que la política monetaria debe procurar la convergencia de la inflación a la meta sin imponer costos excesivos a la economía y evitando, al mismo tiempo, un desanclaje de las expectativas de inflación. Sostuvo que el argumento de que el Banco de México debe ajustar su política monetaria en virtud de un diferencial nominal amplio con otras economías, no considera la necesidad de incluir otros factores de riesgo en el análisis, como la volatilidad cambiaria. Una vez que esta se toma en cuenta, el diferencial se reduce considerablemente.

Otro miembro enfatizó que en el comunicado debe mantenerse el mensaje de que en un entorno caracterizado por riesgos elevados y amplia incertidumbre, el futuro de la política monetaria depende principalmente de la evolución de la

inflación y de sus desviaciones con respecto a su trayectoria esperada.

### 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 lo previsto, 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 actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, tomando en cuenta los menores niveles que registra la inflación general, sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.25%. Un miembro votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 7.00%. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, 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 y sostenida 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 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 ordenada y sostenida 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 reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7.25%.

Gerardo Esquivel Hernández votó a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 7.00%.

### 5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

**Voto.** Gerardo Esquivel Hernández

Considero que la coyuntura en la que se tomó esta decisión era quizá una de las últimas oportunidades favorables de este ciclo para poder realizar un ajuste más decidido en la política monetaria. En mi opinión, reducir la tasa de interés en sólo 25 puntos base es insuficiente para reconocer los avances que se han logrado en materia de reducción de la inflación y de mitigación de riesgos en los últimos meses. Un ajuste de esta magnitud significa simplemente seguir detrás de la curva ya anticipada por el mercado. En reiteradas ocasiones se ha dicho que las decisiones de política monetaria se tomarán en función de hechos y cifras observadas. Considero que la combinación de un tipo de cambio cercano a 19 pesos por dólar, inflación anual inferior al objetivo, reducción significativa de riesgos externos e internos y nulo crecimiento económico, podrían justificar plenamente una acción de política monetaria más decidida. El supuesto riesgo inflacionario atribuido al salario mínimo es en realidad muy menor. La evidencia de este año, tanto en la frontera norte como en el resto del país, así lo sugiere. Sobredimensionar este riesgo puede terminar alimentando las expectativas de inflación y convertirse en una profecía autocumplida.

## ANEXO

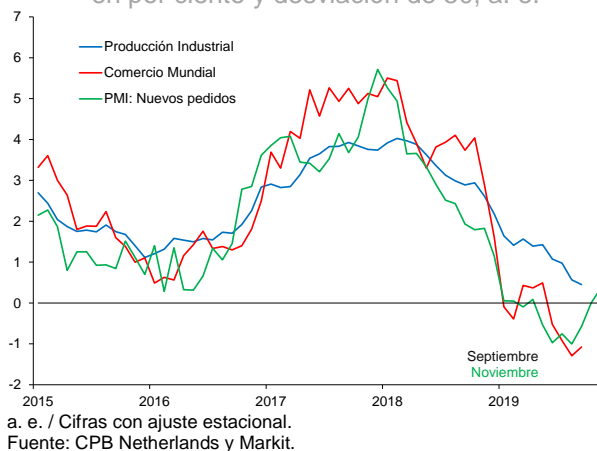
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

Durante el cuarto trimestre de 2019, ante la incertidumbre a nivel internacional que siguió afectando la confianza de los negocios, el crecimiento de la economía mundial parecería haber continuado desacelerándose, al tiempo que sus perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja. Si bien los riesgos que la economía global enfrenta se han moderado recientemente como consecuencia de los acuerdos en materia comercial alcanzados entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios, destacando el caso de China, así como por los resultados electorales en el Reino Unido y las señales de estabilización en algunos indicadores prospectivos (Gráfica 1), el balance de riesgos para la actividad económica mundial continúa sesgado a la baja. En particular, persiste la posibilidad de que surjan brotes adicionales de incertidumbre que afecten negativamente las perspectivas de crecimiento de la economía global, los cuales podrían estar asociados a un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales o con la incertidumbre social y política en diversas regiones del mundo. Lo anterior ha tenido lugar en un entorno en el que las inflaciones generales y subyacentes se mantienen en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este contexto, esas instituciones han mantenido posturas monetarias acomodaticias.

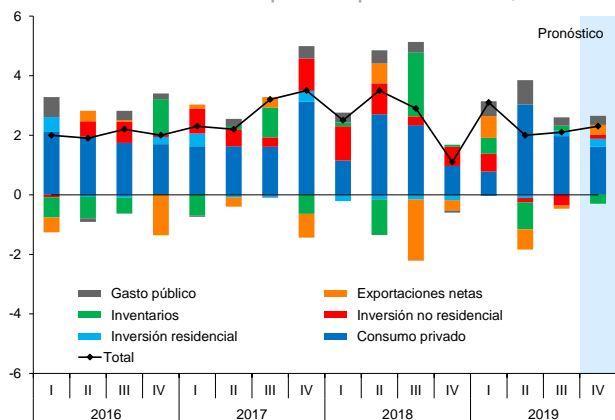
**Gráfica 1**  
**Indicadores de Actividad Global**  
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50, a. e.



En Estados Unidos, la información disponible sugiere que el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del año podría ser ligeramente menor al promedio observado en los primeros tres trimestres del año (Gráfica 2). En particular, el consumo privado parecería estar moderando, después de la fortaleza observada a lo largo del año, al tiempo que se anticipa que la inversión no residencial continúe mostrando debilidad. En contraste, se prevé que la inversión residencial continúe expandiéndose modestamente, en tanto que los datos más recientes indican que las exportaciones netas tendrían una contribución positiva al crecimiento como resultado de la fuerte caída de las importaciones. Finalmente, se estima que el gasto público seguirá impulsando el crecimiento en el corto plazo, si bien dicho estímulo comenzaría a diluirse durante 2020.

**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.

Nota: Los datos para el cuarto trimestre corresponden a las estimaciones de GDP Now de diciembre 17, 2019.

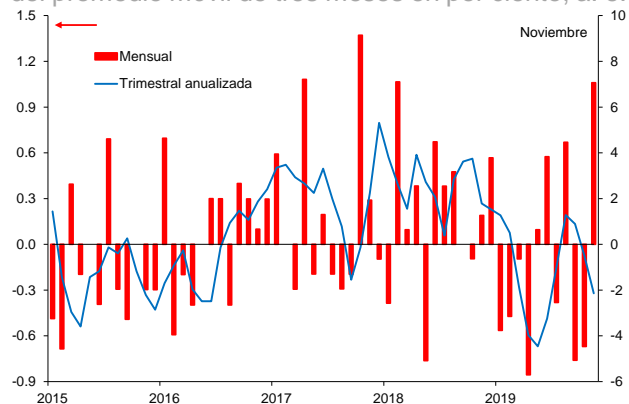
Fuente: BEA y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

La producción industrial en Estados Unidos se recuperó en noviembre, al crecer 1.1% a tasa mensual, luego de contraerse 0.9 y 0.4% en octubre y septiembre, respectivamente. Dicha expansión obedeció, en parte, al repunte de la producción manufacturera derivada, en gran medida, del restablecimiento de la producción automotriz tras solucionarse el conflicto laboral en ese sector (Gráfica 3). Al excluir vehículos automotrices y autopartes, la Reserva Federal estima que la producción manufacturera creció 0.3%. Por su parte, algunos indicadores prospectivos, tales como el Índice de Gerentes de Compras Manufacturero (PMI, por sus siglas en inglés), apuntan a cierta estabilización de este sector a finales del cuarto trimestre.

En este entorno, el mercado laboral en Estados Unidos continuó mostrando señales de fortaleza. En particular, el crecimiento de la nómina no agrícola se aceleró en noviembre, al pasar de 156 mil en el mes previo a 266 mil puestos de trabajo. Si bien parte de esto fue resultado de la normalización de las condiciones laborales en el sector automotriz, el crecimiento del empleo fue generalizado. A su vez, la tasa de desempleo disminuyó de 3.6 a 3.5%, situándose, nuevamente, entre los niveles más bajos desde finales de 1969. En este contexto, los salarios continuaron incrementándose a un ritmo moderado.

**Gráfica 3**  
**EUA: Producción Manufacturera**

Variación mensual y variación trimestral anualizada del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento en el cuarto trimestre del año seguiría siendo débil, reflejando, principalmente, la atonía del comercio internacional en un entorno de persistente incertidumbre que ha venido afectando la actividad manufacturera y el gasto de inversión en la región. En particular, los indicadores de ventas al menudeo disponibles a octubre parecerían mostrar una moderación del consumo en dicho periodo. Además, si bien el índice Compuesto de Gerentes de Compras mostró señales de estabilización durante el cuarto trimestre, su nivel sugiere que el crecimiento del sector manufacturero pudiera continuar siendo débil. No obstante el entorno descrito, la tasa de desempleo disminuyó de 7.6% en septiembre a 7.5% en octubre.

En Japón, el crecimiento del PIB del tercer trimestre se revisó al alza de 0.2 a 1.8%, reflejando el fuerte crecimiento del consumo privado en anticipación al incremento en la tasa del IVA. La entrada en vigor de dicho aumento contribuyó a que en octubre las ventas al menudeo registraran la mayor contracción de los últimos 10 años. No obstante el aparente debilitamiento de la actividad económica a principios del cuarto trimestre, la tasa de desempleo se mantuvo en 2.4% en octubre. En este contexto, las autoridades de ese país anunciaron un paquete de estímulo fiscal de alrededor de 2% del PIB, el cual se espera impulse la actividad económica en 2020 y 2021.

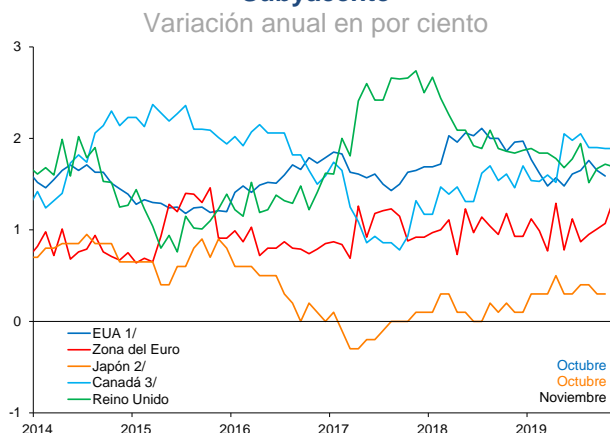
En las economías emergentes, la información disponible indica que en el cuarto trimestre del año persistió el crecimiento moderado en la mayoría de estas economías. En China, los indicadores de actividad, tales como las ventas al menudeo y la producción industrial, registraron una ligera recuperación en noviembre. No obstante, se espera que en el mediano plazo la actividad económica continúe su tendencia de gradual desaceleración debido, entre otros factores, al elevado apalancamiento de la economía y los conflictos comerciales que mantienen con Estados Unidos. Por su parte, en América Latina, las tensiones sociales y políticas han comenzado a reflejarse en una reducción de las expectativas de crecimiento de la región y en una elevada volatilidad en sus mercados financieros.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto durante las últimas semanas. Por una parte, los precios del crudo registraron una elevada volatilidad entre mediados de noviembre y principios de diciembre ante la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y el surgimiento de noticias referentes a los niveles de producción de petróleo estadounidense. No obstante, en los últimos días los precios del petróleo mostraron una tendencia al alza, ubicándose cerca de los niveles más elevados en el año. Esto como resultado de una caída en la extracción de crudo en algunos países miembros de la OPEP, especialmente en Irán y Angola, de la extensión en el acuerdo de recorte de producción de la OPEP y sus aliados, y de la caída en los inventarios de crudo de Estados Unidos. Por su parte, los precios de los granos mostraron una ligera tendencia al alza ante la creciente expectativa de que China incremente las compras de granos estadounidenses, de acuerdo con lo estipulado en el acuerdo preliminar alcanzado entre ambos países, y las demoras que se presentaron en las cosechas de verano en Estados Unidos. Finalmente, los precios de los metales industriales mostraron un comportamiento a la baja derivado de las fuertes caídas en los precios del zinc, níquel y cobre ante la marcada desaceleración en el sector manufacturero mundial.

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

Las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas se han mantenido en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, a pesar de que sus mercados laborales permanecen apretados (Gráfica 4). Asimismo, las expectativas de inflación provenientes de encuestas y las derivadas de instrumentos de mercado se han mantenido en niveles bajos. En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se mantuvo por debajo del objetivo de la Reserva Federal de 2%, mientras que la subyacente disminuyó en octubre como resultado, en parte, del impacto del cambio metodológico en la medición de los precios de la vestimenta. En la zona del euro, las inflaciones general y subyacente mostraron ligeros aumentos en noviembre. En Japón, las inflaciones general y subyacente se mantuvieron en niveles muy bajos en octubre. En la mayoría de las economías emergentes, la inflación continuó situándose en línea o por debajo del objetivo de sus bancos centrales, si bien en ciertas economías asiáticas, particularmente China e India, la inflación general siguió aumentando debido a los efectos de los mayores precios de la carne de cerdo.

**Gráfica 4**  
**Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente**



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal (PCE)

2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo de 2014.

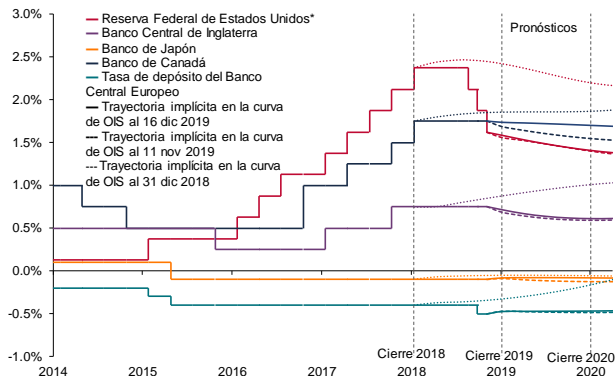
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPIX).

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



En este contexto de bajas perspectivas de crecimiento, una inflación persistentemente inferior a las metas de los principales bancos centrales y de elevados riesgos para la economía global, los principales bancos centrales han mantenido posturas monetarias acomodaticias (Gráfica 5).

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. \*Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (1.50% - 1.75%).  
Fuente: Bloomberg.

Como se anticipaba, en su reunión de diciembre la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 1.5 y 1.75%. En su comunicado, dicha Institución reiteró que la actual postura monetaria es la apropiada para asegurar un crecimiento sostenido en la actividad económica, condiciones laborales sólidas y una inflación cercana a su objetivo simétrico de 2%, y eliminó la referencia a la existencia de incertidumbre alrededor de dicho escenario. Por su parte, las medianas de las proyecciones de dicha Institución de la tasa de fondos federales sugieren que esta se mantendría sin cambio durante 2020 y que aumentaría en 25 puntos base en 2021, lo que contrasta con la trayectoria implícita en los futuros de esta tasa, la cual sigue reflejando la expectativa de un recorte adicional durante 2020. Esa Institución reiteró que en la determinación de sus acciones futuras tomará en cuenta las implicaciones de la información disponible, incluyendo el desarrollo de la actividad económica global y las bajas presiones inflacionarias. En este sentido, el presidente de la Reserva Federal indicó que para apoyar un aumento de la tasa de fondos federales se requeriría observar un incremento significativo y persistente de la inflación.

En su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su postura de política monetaria, tal y como se anticipaba. En cuanto a su guía futura, reiteró que los miembros del Comité esperan que las tasas se mantengan en los niveles actuales o por debajo de estos hasta que la inflación converja de forma robusta hacia niveles suficientemente cercanos pero menores a 2%. Adicionalmente, en su primera conferencia de prensa, la presidenta del BCE destacó que si bien la inflación es moderada y el crecimiento débil, existen indicios de cierta estabilización de la actividad económica. Además, señaló que la revisión a la estrategia de política monetaria de dicha Institución comenzará en enero y posiblemente durará hasta finales de 2020.

El Banco de Japón no modificó su postura de política monetaria en su reunión de diciembre. En dicha reunión reiteró que mantendría las tasas de interés en sus niveles actuales o más bajos hasta que estuviera confiado en que la meta de inflación de 2% no estuviera en riesgo. El presidente de esa Institución destacó que si bien ha habido una mejoría en el entorno externo e interno, los riesgos para la inflación y la actividad económica continúan sesgados a la baja, por lo que la postura monetaria sigue teniendo un sesgo acomodaticio. Señaló además que si bien un recorte a las tasas de interés de referencia sigue siendo una alternativa, es necesario evaluar los costos y beneficios de tomar esa opción.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en su reunión de diciembre. En su comunicado, mencionó que el crecimiento de la economía se desaceleró en el tercer trimestre, si bien resaltó el sólido crecimiento del gasto en inversión. Dicha institución identificó los conflictos comerciales y la incertidumbre asociada a ellos como la principal fuente de riesgo a sus perspectivas de evolución de la economía y señaló que futuras decisiones sobre el rumbo de la tasa de interés de referencia estarán determinadas por su evaluación del efecto adverso que estos conflictos pudieran tener en los componentes de la demanda interna que más han explicado la fortaleza de la economía canadiense, tales como el consumo y el sector residencial.

En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios. Sobresale que dos miembros nuevamente votaron por recortar su tasa de interés en 25 puntos base. El Comité de Política Monetaria destacó la

mejoría en las perspectivas de la economía. En particular, señaló que la confianza de los consumidores y de los negocios pudiera recuperarse en el corto plazo, ante la menor incertidumbre en torno al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea y el acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China. En este contexto, esa Institución reiteró que su postura monetaria dependerá del rumbo que siga la economía, el cual se verá influido por el proceso de salida de ese país de la Unión Europea y de las perspectivas de la economía mundial.

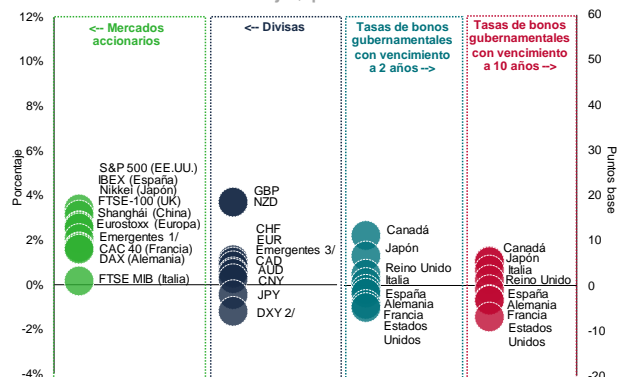
En las economías emergentes, algunos bancos centrales han seguido relajando sus posturas monetarias. En particular, el banco central de China disminuyó por primera vez desde octubre de 2015 la tasa de reportos inversos a 7 días, de 2.55 a 2.50%, al tiempo que recortó la tasa preferencial de préstamos a 1 año (LPR, por sus siglas en inglés) de 4.20 a 4.15% y la de 5 años de 4.85 a 4.80%. Además, se fortaleció la expectativa de que dicha institución continúe relajando su postura de política monetaria gradualmente para impulsar la actividad económica. Otros bancos centrales, como los de Brasil, Turquía y Rusia, también redujeron su tasa de interés de referencia. Algunos otros implementaron otro tipo de medidas para hacer frente al deterioro de sus economías y a la volatilidad de los mercados financieros, en varios casos asociada a conflictos de índole social. En este sentido, en Chile se anunciaron intervenciones en el mercado cambiario, en tanto que su tasa de política monetaria se mantuvo sin cambio.

En cuanto al comportamiento de los mercados financieros, estos mostraron una elevada sensibilidad en torno a la moderación de algunos factores de riesgo, lo que ha conducido a un mayor apetito por riesgo entre los inversionistas. De este modo, en el último mes los mercados financieros de países desarrollados mostraron cambios moderados y diferenciados por tipo de activo. Los índices accionarios registraron ligeras ganancias; las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron

movimientos mixtos acotados; y en el mercado cambiario el dólar se depreció moderadamente (Gráfica 6).

Por su parte, los activos financieros de economías emergentes presentaron una mayor volatilidad, destacando el caso de América Latina como resultado de la presencia de factores idiosincrásicos. Por otra parte, los flujos hacia activos financieros de las economías emergentes presentaron una recuperación, si bien las entradas de capitales estuvieron concentradas en activos de renta variable. En contraste, los mercados de renta fija registraron salidas moderadas en las últimas semanas. A su vez, las divisas de estas economías registraron movimientos acotados, a excepción de casos particulares como el del peso chileno, el cual siguió mostrando una elevada volatilidad (Gráfica 7).

**Gráfica 6**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
**Seleccionados del 11 de noviembre de 2019 al**  
**16 de diciembre 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 ICE.

## Gráfica 7 Desempeño de Activos de Países Emergentes del 11 de noviembre al 16 de diciembre de 2019

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.76%	1.71%	4	-6	-8
	Brasil	2.11%	4.31%	21	10	-19
	Chile	-0.21%	5.71%	25	9	1
	Colombia	-0.52%	-0.47%	-4	0	-3
	Argentina	0.03%	12.40%	-816	-252	-914
Europa emergente	Rusia	2.32%	1.51%	-8	17	-19
	Polonia	1.32%	-3.99%	-7	-23	-7
	Turquía	-1.31%	7.76%	-99	-9	-30
	Rep. Checa	1.30%	1.36%	0	-1	-5
	Hungría	2.55%	5.96%	0	-9	-3
Asia	Corea del Sur	-0.48%	2.07%	-18	-3	-3
	Malasia	0.03%	-2.41%	-2	3	-2
	India	0.65%	1.47%	6	11	1
	Filipinas	0.43%	-3.84%	0	0	-1
	Tailandia	0.36%	-4.46%	-7	-13	-2
	Indonesia	0.41%	1.02%	17	35	-5
África	Sudáfrica	3.59%	1.02%	-21	-19	-11

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.

Persisten varios factores de riesgo, tales como un debilitamiento mayor al anticipado de la actividad económica global, un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, la incertidumbre sobre las condiciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea, si bien esta se redujo ante el reciente resultado electoral en ese país, el posible proceso de juicio político al presidente de Estados Unidos, un aumento en la incertidumbre social y política en varios países de América Latina y un incremento en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, entre otros.

## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

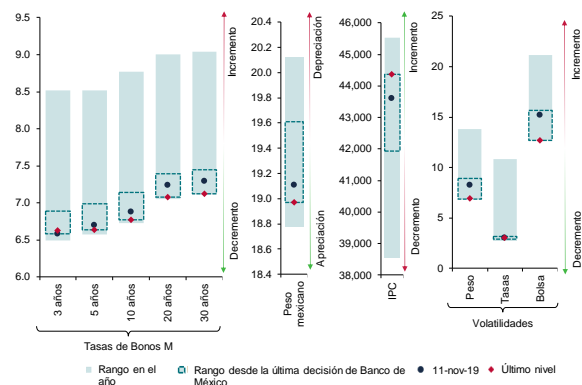
Desde la última decisión de política monetaria, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento positivo, aunque durante el periodo se presentaron algunos episodios

de marcada volatilidad relacionados, en su mayoría, con los acontecimientos sociales registrados en algunos países de América Latina (Gráfica 8).

En particular, la cotización de la moneda nacional frente al dólar operó en un rango amplio, entre 18.90 y 19.66 pesos por dólar, ubicándose al final del periodo en niveles de 18.94 pesos por dólar, lo que implicó una apreciación de 0.76%. A su vez, las condiciones de operación prospectivas para la cotización de la moneda nacional implícitas en las opciones del tipo de cambio continuaron evolucionando de manera favorable. En efecto, la volatilidad implícita en las opciones a plazo de 1 mes alcanzó los niveles más bajos de los últimos seis años. Por su parte, la mediana de las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras mostraron un ajuste a la baja para el cierre de 2019 de 19.75 a 19.60 pesos por dólar, mientras que para el cierre de 2020 se modificaron ligeramente de 20.07 a 20.05 pesos por dólar (Gráfica 9).

## Gráfica 8 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar, índice y porcentaje

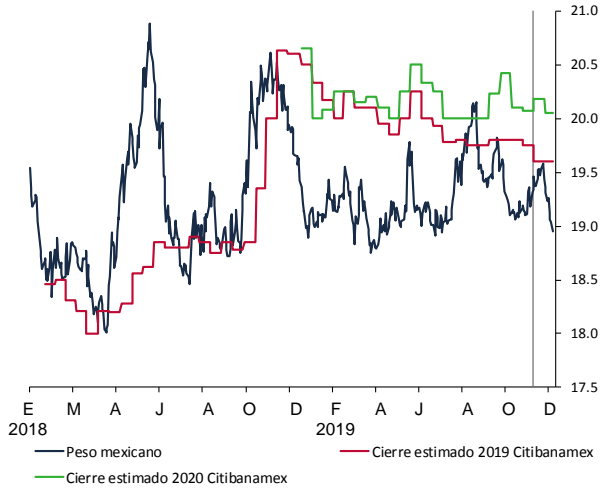


Nota: Para la volatilidad del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1) de los movimientos diarios en toda la curva desde 2007. Para la volatilidad de la bolsa se considera el Vimex publicado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

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

**Gráfica 9**  
**Expectativas del tipo de cambio del peso mexicano**

Pesos por dólar

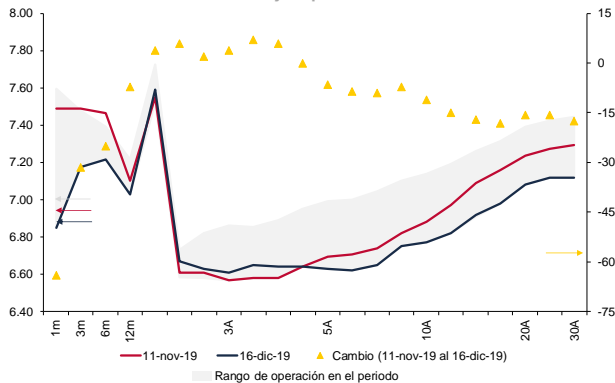


Nota: La línea vertical indica la fecha de la última decisión de política monetaria  
Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos y moderados, con aumentos en los nodos entre 1 y 3 años de hasta 7 puntos base y disminuciones en el resto de la curva (Gráfica 10). Cabe señalar que, si bien estos movimientos se presentaron en un contexto en el que las condiciones de operación se mantuvieron estables, el volumen disminuyó debido a motivos estacionales (Gráfica 11).

**Gráfica 10**  
**Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal**

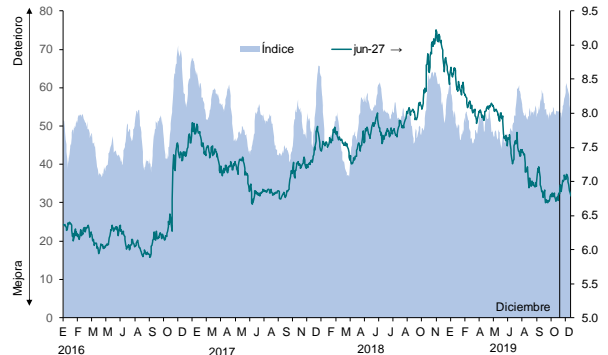
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

**Gráfica 11**

**Índice de condiciones de operación en el mercado de deuda y tasa del Bono jun-27**  
Índice (promedio móvil 10 días) y porcentaje

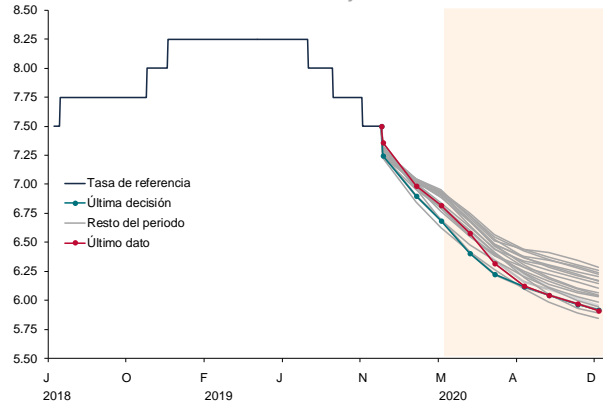


Nota: El índice se calcula con base en los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos indicadores de la operación intradía y el volumen operado diario interbancario y con clientes. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2012 y se toma el promedio de los 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 datos de PIP.

En cuanto a las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE descuenta un recorte de 25 puntos base con lo que la tasa de fondeo se ubicaría al cierre del año en niveles de 7.25% (Gráfica 12), en línea con la mediana de la encuesta de Citibanamex. Para el cierre de 2020, las variables de mercado incorporan tasas alrededor de 6.00%, mientras que la mediana de dicha encuesta a economistas se mantuvo en 6.50%.

**Gráfica 12**  
**Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE**

Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

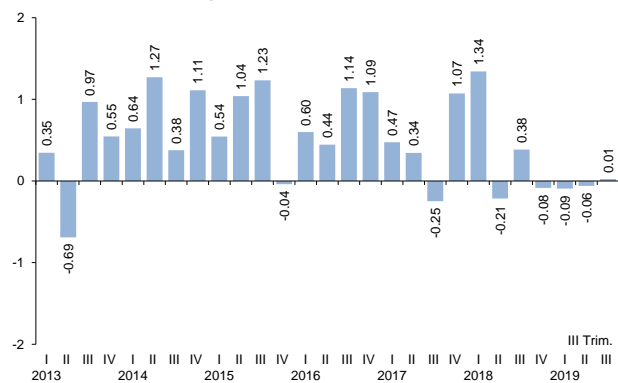
## A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica mostró un estancamiento (Gráfica 13). Dicho comportamiento reflejó el desempeño desfavorable que ha mantenido la inversión y una pérdida de dinamismo de las exportaciones, en tanto que el consumo privado exhibió cierta recuperación. Si bien la información disponible para el cuarto trimestre es limitada, se espera que la debilidad de la economía mexicana persista en dicho trimestre.

Respecto del desempeño de la demanda externa, a principios del cuarto trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras continuaron mostrando un menor dinamismo (Gráfica 14). Esta evolución fue resultado del retroceso de las exportaciones automotrices, en congruencia con la caída en la producción automotriz en México que se presentó ante el cambio de líneas de producción en diversas armadoras y las afectaciones causadas por las huelgas en ese sector en Estados Unidos. En particular, la disminución se explica por las menores exportaciones a Estados Unidos, toda vez que las canalizadas al resto del mundo presentaron cierta recuperación. Dicho retroceso fue compensado por la trayectoria positiva que mantuvieron las exportaciones manufactureras no automotrices, impulsadas, a su vez, por las dirigidas a Estados Unidos, ya que las destinadas al resto del mundo continuaron exhibiendo una trayectoria a la baja.

**Gráfica 13**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

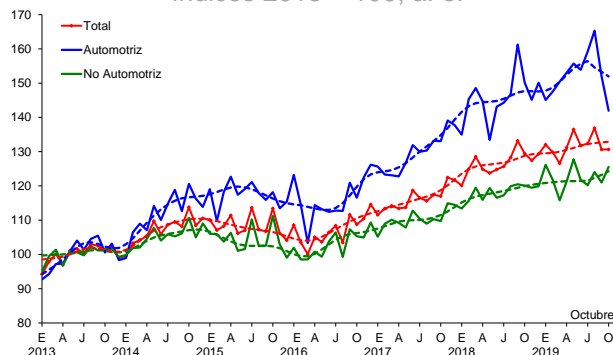


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

**Gráfica 14**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2013 = 100, a. e.



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

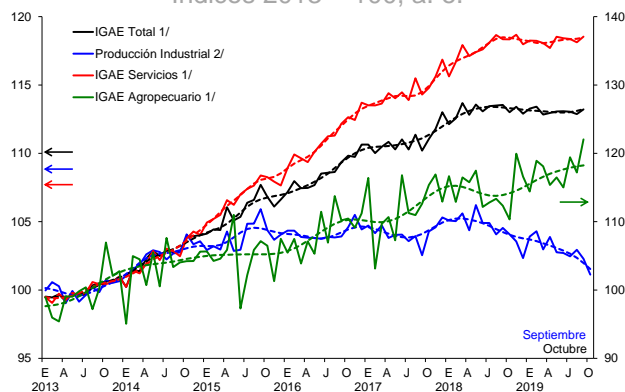
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, a finales del tercer trimestre de 2019 el consumo privado presentó cierta recuperación respecto de la debilidad observada a finales de 2018 y principios de 2019. Esta recuperación se explica, principalmente, por una reactivación del consumo de bienes importados, toda vez que el consumo de bienes y servicios de origen nacional continuó exhibiendo atonía. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, tales como los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional, han mantenido una tendencia positiva. En contraste, las ventas de vehículos ligeros han seguido mostrando una trayectoria descendente. Por su parte, en septiembre de 2019 continuó acentuándose la trayectoria decreciente que la inversión fija bruta ha presentado desde inicios de 2018. A su interior, persistió el desempeño desfavorable de la inversión en construcción, al tiempo que el gasto en maquinaria y equipo mantuvo su debilidad, si bien con cierta recuperación en el margen.

Por el lado de la producción, el estancamiento de la actividad económica observado en el tercer trimestre de 2019 reflejó el desempeño desfavorable de las actividades secundarias y la atonía de las terciarias, si bien estas últimas presentaron cierta recuperación

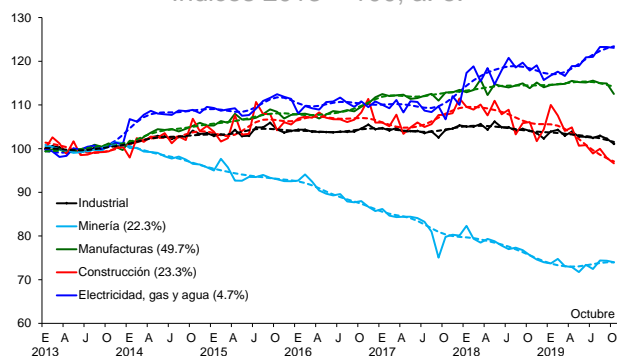
hacia finales de dicho periodo (Gráfica 15), la cual estuvo apoyada, en gran medida, por la contribución positiva de los servicios de transporte e información en medios masivos y de los servicios financieros e inmobiliarios. Por su parte, a principios del cuarto trimestre de 2019 prevaleció el pobre desempeño de la actividad industrial. En particular, continuó acentuándose la trayectoria decreciente de la construcción, al tiempo que las manufacturas presentaron una importante reducción asociada, principalmente, a la contracción que se observó en el rubro de equipo de transporte. En contraste, la minería se mantuvo en niveles relativamente estables (Gráfica 16).

**Gráfica 15**  
**Indicadores de la Actividad Económica**  
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Cifras a septiembre de 2019.  
2/ Cifras a octubre de 2019 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

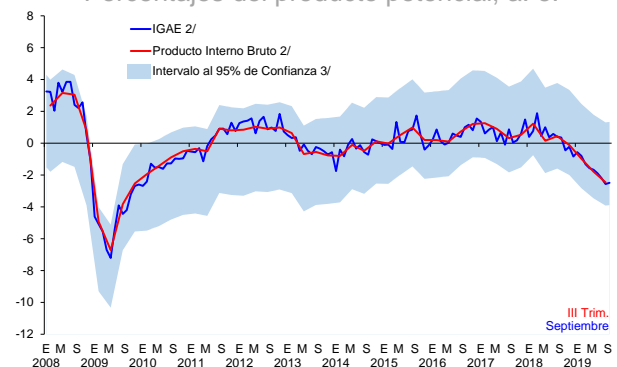
**Gráfica 16**  
**Actividad Industrial 1/**  
Índices 2013 = 100, a. e.



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, se estima que en el tercer trimestre de 2019 las condiciones de holgura se hayan ampliado como resultado del estancamiento de la actividad económica. En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como la que excluye al sector petrolero, mostraron en dicho periodo una magnitud negativa mayor a la del trimestre previo (Gráfica 17). La información disponible para el cuarto trimestre sugiere que en ese periodo podría observarse una ampliación en terreno negativo de las condiciones de holgura de la economía respecto de lo observado en el trimestre previo. Con relación a las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, permanecieron en niveles superiores a los registrados durante 2018 (Gráfica 18), al tiempo que continuó la debilidad en el ritmo de crecimiento de la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Por su parte, 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 mantuvo una trayectoria ascendente en el tercer trimestre de 2019 (Gráfica 19), en tanto que los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero siguieron ubicándose en niveles relativamente elevados.

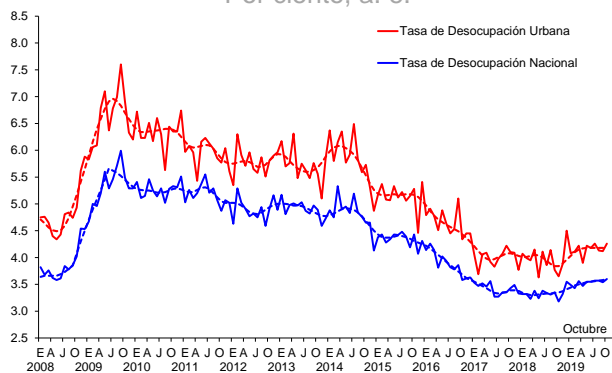
**Gráfica 17**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto 1/**  
**Sin Industria Petrolera 4/**  
Porcentajes del producto potencial, a. e.



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2019 y del IGAE a septiembre 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 18**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**

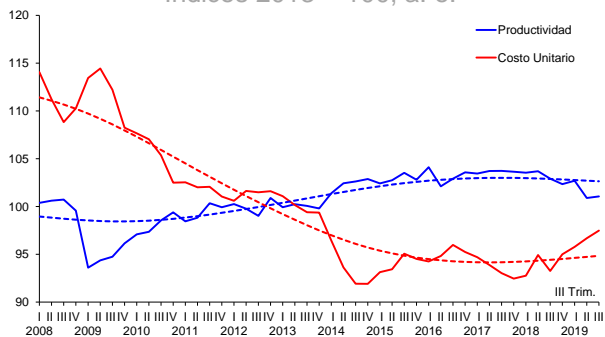
Por ciento, a. e.



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 19**  
**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.

<sup>1/</sup> Productividad con base en las horas trabajadas.

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

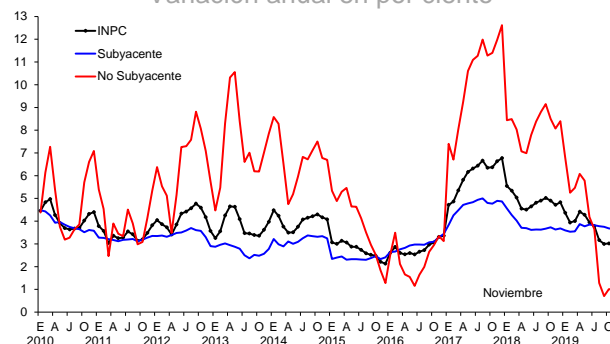
En octubre de 2019, el financiamiento interno al sector privado continuó registrando una desaceleración en su ritmo de expansión. A su interior, el financiamiento a las empresas privadas acentuó la desaceleración que comenzó a registrarse desde la segunda mitad de 2018, la cual ha sido resultado del menor crecimiento del crédito bancario y de una contracción en la emisión de deuda. En el segmento del financiamiento a los hogares, el crédito a la vivienda mantuvo el dinamismo que ha venido exhibiendo a lo largo del año, al tiempo que el crédito al consumo siguió

presentando un bajo ritmo de crecimiento. Respecto de las tasas de interés, las correspondientes al financiamiento a las empresas se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. 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, dentro del segmento del crédito al consumo, las correspondientes a tarjetas de crédito y créditos personales continuaron mostrando una tendencia al alza. 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 no mostraron cambios significativos, si bien continúan en niveles elevados.

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

Entre octubre y noviembre de 2019, la inflación general anual exhibió un ligero descenso, al pasar de 3.02 a 2.97% (Gráfica 20 y Cuadro 1).

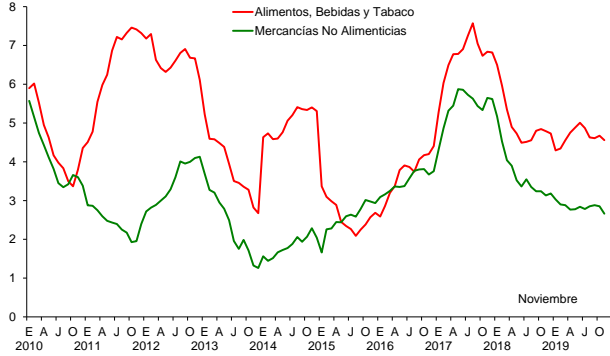
**Gráfica 20**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

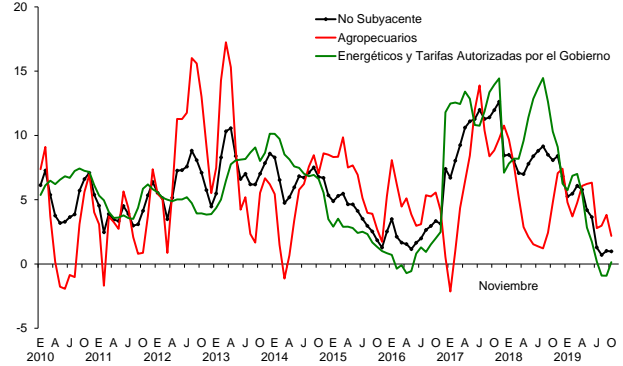
En particular, la inflación subyacente anual presentó una reducción de 3.68 a 3.65% entre octubre y noviembre de 2019. A su interior, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó de 4.67 a 4.56% en dicho lapso. Por su parte, la variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias continuó reduciéndose al situarse en 2.66% en noviembre (Gráfica 21). En contraste, la tasa de variación anual de los precios de los servicios aumentó de 3.58 a 3.67% entre los meses señalados (Gráfica 22), lo cual fue resultado, principalmente, de incrementos en los precios de algunos servicios turísticos y de alimentación.

**Gráfica 21**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 23**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 22**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual disminuyó de 1.01 a 0.98% entre octubre y noviembre de 2019 (Gráfica 23 y Cuadro 1). Lo anterior fue producto de una reducción en la tasa de variación anual de los precios de las frutas y verduras, compensada por aumentos en las tasas de variación anual de los precios de los productos pecuarios, los energéticos y las tarifas autorizadas por el gobierno.

Las medianas de las expectativas de inflación general de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron disminuciones entre la encuesta de octubre y la de diciembre. En particular, la mediana de las expectativas para dicha inflación para el cierre de 2019 disminuyó de 3.00 a 2.94%. Esto reflejó principalmente la disminución de 1.07 a 0.85% en las expectativas implícitas para la inflación no subyacente, toda vez que la mediana del componente subyacente se modificó ligeramente de 3.60 a 3.58%. Por su parte, la mediana de las expectativas correspondientes al cierre de 2020 disminuyó de 3.50 a 3.46%, lo que se explica por la revisión a la baja de 3.81 a 3.69% en el componente no subyacente, ya que el componente subyacente aumentó de 3.38 a 3.40%. Con respecto a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente de mediano plazo (próximos 4 años), estas se mantuvieron sin cambio en 3.50% y 3.46%, respectivamente, al tiempo que las expectativas de inflación general y subyacente de largo plazo (5 a 8 años) permanecieron en 3.50 y 3.40%, respectivamente. De esta forma, las expectativas para la inflación de mediano y largo plazos, tanto general como subyacente, permanecen en niveles por encima del objetivo para la inflación general de



3%. Finalmente, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo disminuyeron ligeramente entre octubre y noviembre, manteniéndose cerca de 3%, en tanto que la prima por riesgo inflacionario (calculada a partir de la expectativa de inflación promedio de 1 a 10 años) mostró un ligero aumento, al pasar de 0.18 a 0.21% en el mismo periodo.

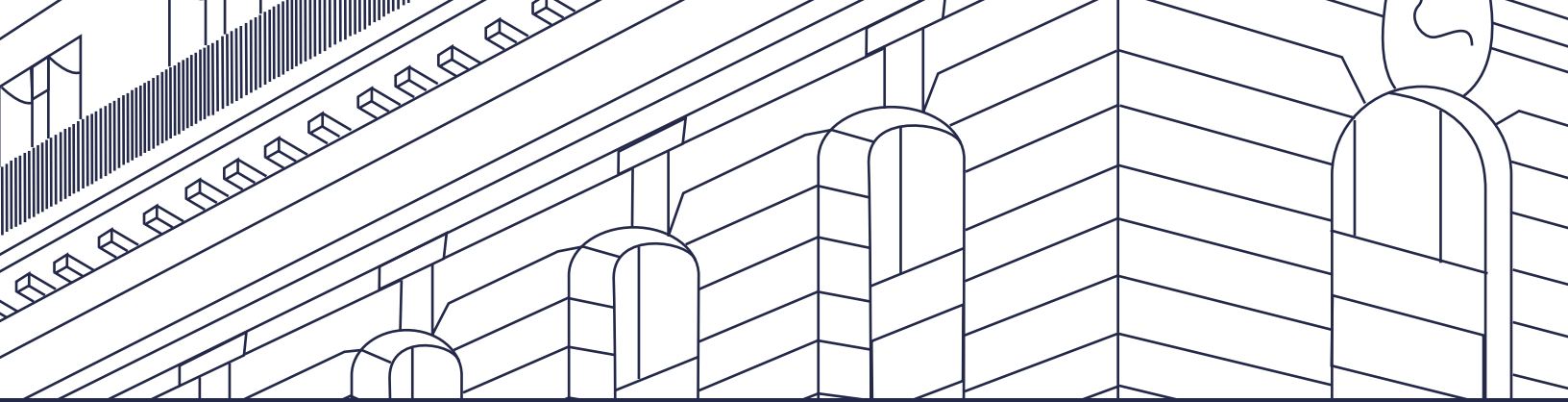
En lo referente a los riesgos para la inflación, se consideran los siguientes. Al alza, la persistencia de la inflación subyacente. También, que el aumento reciente a los salarios mínimos conduzca a incrementos salariales por encima de las ganancias en productividad en diferentes segmentos de la población ocupada y que ello genere presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y en los precios. Asimismo, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos, si bien la mitigación de algunas tensiones externas y los avances en la ratificación del T-MEC

han reducido este riesgo. De igual forma, la amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado. Que se deterioren las finanzas públicas. En este mismo sentido, que se presenten aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto. Como riesgos a la baja se considera que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, o ante los pasos finales para la ratificación del acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá. De igual forma, que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto. También, que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada.

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

Concepto	Septiembre 2019	Octubre 2019	Noviembre 2019
<b>INPC</b>	<b>3.00</b>	<b>3.02</b>	<b>2.97</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.75</b>	<b>3.68</b>	<b>3.65</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.77</b>	<b>3.78</b>	<b>3.63</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.61	4.67	4.56
Mercancías No Alimenticias	2.88	2.85	2.66
<b>Servicios</b>	<b>3.73</b>	<b>3.58</b>	<b>3.67</b>
Vivienda	2.89	2.93	2.88
Educación (Colegiaturas)	4.73	4.73	4.73
Otros Servicios	4.28	3.91	4.16
<b>No Subyacente</b>	<b>0.71</b>	<b>1.01</b>	<b>0.98</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>2.98</b>	<b>3.82</b>	<b>2.18</b>
Frutas y Verduras	0.71	2.36	-1.48
Pecuarios	4.86	5.02	5.38
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>-0.90</b>	<b>-0.91</b>	<b>0.14</b>
Energéticos	-3.09	-3.20	-1.80
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.35	4.78	5.09

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 2 de enero de 2020

