



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 70

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 26 de septiembre 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: 25 de septiembre 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 de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que la información disponible sugiere que la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial continuó durante el tercer trimestre del año. En particular, enfatizó que la producción manufacturera global ha seguido debilitándose. Algunos mencionaron que no puede descartarse el riesgo de que la debilidad en el sector de bienes se traspase al de servicios. Uno comentó que a lo largo del año se han venido acumulando tensiones comerciales, con periodos de mayores amenazas arancelarias y afectaciones considerables en las economías involucradas y en las más abiertas al comercio, lo que ha contribuido a la desaceleración del comercio mundial y de la producción manufacturera. Señaló que este entorno de incertidumbre ha sido un obstáculo para la inversión y confianza de los negocios.

La mayoría indicó que durante las últimas semanas se ha observado una mayor disposición para alcanzar un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, mientras que el riesgo de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea parece haber disminuido. Un miembro

puntualizó que lo anterior contribuyó a una mejoría en el clima de negocios. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, la mayoría apuntó que estas se han revisado nuevamente a la baja para 2019 y 2020, subrayando los riesgos para la economía global. Entre estos destacó los asociados con: i) un posible agravamiento de las tensiones comerciales; ii) una desaceleración pronunciada de la economía China; iii) una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea; y, iv) el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas en Medio Oriente. Además, un miembro añadió que no puede descartarse el riesgo de sorpresas o de efectos no deseados de las acciones de política monetaria en las economías avanzadas. En este contexto, la mayoría señaló que el balance de riesgos para la actividad económica mundial continúa sesgado a la baja.

Sobre las economías avanzadas, un miembro indicó que los servicios aún se mantienen en expansión y que la brecha entre los índices de gerentes de compras del sector servicios y los del manufacturero ha alcanzado niveles elevados respecto a lo registrado en los últimos años. Otro puntualizó que en la zona del euro, los indicadores de confianza empresarial y los índices de gerentes de compras continuaron disminuyendo. En cuanto a la economía estadounidense, algunos resaltaron la moderación en su ritmo de expansión y el debilitamiento de la inversión. Uno de ellos agregó que las exportaciones también han tenido un comportamiento negativo y que la producción manufacturera continúa estancada. Otro apuntó que dicha economía, al mostrar indicios de una ligera desaceleración, ha comenzado a resentir los efectos de las tensiones comerciales, si bien en menor grado que otras economías ya que depende menos de la demanda externa. Señaló que la inversión de la curva de rendimientos en algunos tramos de corto plazo apunta a una desaceleración en Estados Unidos, mientras que otro consideró que las probabilidades de una recesión en este país siguen siendo altas.

La mayoría subrayó las menores presiones inflacionarias a nivel global. En el caso de las principales economías avanzadas, apuntó que las inflaciones general y subyacente son inferiores a las metas de sus respectivos bancos centrales, y resaltó que no hay presiones salariales importantes, aún en condiciones de mercados laborales apretados. Uno señaló que lo anterior, junto con la perspectiva de lasititud en la actividad económica, abona a la prevalencia de expectativas de inflación en niveles contenidos. Otro especificó que la ausencia de presiones inflacionarias se ha dado a pesar de los

aumentos salariales recientes y señaló que en las principales economías avanzadas la inflación de servicios está cerca de 3% mientras que la de bienes está en terreno negativo. Algunos coincidieron en que las menores presiones inflacionarias en economías avanzadas y emergentes han sido consecuencia de factores transitorios, como menores precios de energéticos y alimentos. Uno de ellos subrayó que a pesar de lo anterior, debe destacarse que la inflación subyacente se encuentra en niveles bajos en las economías avanzadas y muestra una sostenida tendencia descendente en las emergentes. Otro comentó que aunque los precios de las materias primas han disminuido, los recientes ataques en Arabia Saudita han afectado los precios de los energéticos, si bien uno resaltó que se ha logrado contener dichos efectos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, otro miembro consideró que el cambio tecnológico y la incorporación a la globalización de países abundantes en mano de obra han contribuido a la ausencia de presiones inflacionarias, ya que han incrementado la productividad y conducido a mercados más competidos, con menor posibilidad de trasladar presiones de costos a precios. En este contexto, expresó que hay retos importantes para la conducción de la política monetaria en economías avanzadas. Por una parte, señaló que sería conveniente actuar preventivamente, para cerrar las brechas de inflación y evitar que las expectativas se consoliden en niveles inferiores a sus metas. Por otro lado, comentó que se requeriría de acciones más vigorosas para que la inflación converja a su meta, lo que implicaría utilizar gran parte del reducido espacio que tiene la política monetaria o usar de manera sostenida políticas monetarias no convencionales, disminuyendo el margen para enfrentar escenarios adversos en el futuro. Consideró que estos retos son mayores en el entorno actual de desaceleración económica y, principalmente, en las condiciones en que se encuentran la zona del euro y Japón, que: i) dependen en gran medida de la demanda externa, por lo que han resentido la reducción del comercio global; ii) su demanda agregada continúa mostrando fragilidad; y, iii) sus expectativas de inflación de mediano y largo plazos se han consolidado por debajo de la meta de inflación. Puntualizó que las respuestas de política monetaria de los bancos centrales de dichas economías se han enfocado en propiciar una mayor inflación, lo que no se ha logrado, perpetuando así condiciones monetarias excepcionales. Otro miembro elaboró en torno a las críticas sobre la efectividad y alcance de las medidas no convencionales. Mencionó que las variables

monetarias tienen un efecto limitado sobre la magnitud y evolución de las variables reales, por lo que los resultados no son sostenibles en el mediano y largo plazos. Agregó que los niveles de las tasas de interés, incluso negativos en ciertas economías, representan un riesgo para la estabilidad del sistema financiero. Por último, indicó que dichas medidas no atienden las barreras estructurales que limitan el crecimiento, como la competitividad, la innovación, la certeza jurídica y los derechos de propiedad.

Todos los miembros señalaron que ante el entorno de desaceleración económica global y bajas presiones inflacionarias, varios bancos centrales han relajado su postura monetaria. En el caso de la Reserva Federal, señalaron que en su reunión de septiembre recortó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base y un miembro puntualizó que la comunicación de dicha decisión fue percibida por el mercado con un tono menos acomodaticio al esperado. Algunos notaron que la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité de Mercado Abierto no indica ajustes adicionales para 2019 y 2020, si bien uno externó que las expectativas de mercado siguen incorporando reducciones adicionales en ese periodo. La mayoría indicó que el Banco Central Europeo tomó diversas medidas de relajamiento monetario reduciendo la tasa de depósitos en 10 puntos base y anunciando el inicio de un nuevo programa por tiempo indefinido de compras de activos. Uno consideró que en la Reserva Federal y en el Banco Central Europeo persisten diferencias entre los miembros de los comités de política monetaria sobre cómo enfrentar la coyuntura actual. Adicionalmente, otro resaltó que las autoridades monetarias de Japón e Inglaterra anunciaron su disposición para ajustar su política monetaria según lo requieran las circunstancias. Respecto de las posturas monetarias de las economías emergentes, la mayoría mencionó que han continuado con la tendencia hacia un mayor relajamiento, destacando los casos de Brasil, Chile, Perú, Colombia y Rusia. En cuanto a las perspectivas de política monetaria, algunos expresaron que en el futuro se prevé una postura monetaria más acomodaticia a nivel global. Uno de ellos añadió que, además del relajamiento monetario, los gobiernos de algunas economías también han aplicado mayores estímulos fiscales, resaltando el caso de Asia.

La mayoría señaló que se han presentado episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales principalmente asociados a las tensiones comerciales, si bien como se mencionó, en las últimas semanas estas han disminuido. Un

miembro apuntó que en los momentos de mayor tensión comercial se han observado episodios de búsqueda de activos seguros, lo que ha afectado a los mercados de las economías emergentes. La mayoría destacó que, en un contexto de políticas monetarias acomodaticias, las condiciones financieras globales se han relajado. Algunos indicaron que han disminuido las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento en economías avanzadas y emergentes. Uno de ellos agregó que recientemente los mercados accionarios de la mayoría de los países registraron ganancias y que las monedas de economías emergentes se apreciaron frente al dólar. Otro apuntó que las salidas de capital de economías emergentes que se habían registrado parecen haberse detenido, si bien existe la posibilidad de una nueva reversión en dichos flujos ante la materialización de riesgos, con implicaciones para los precios de los activos y los sistemas financieros de estas economías. Añadió que el relajamiento de las condiciones financieras globales ha sido de menor magnitud que en episodios anteriores, ello como resultado del sentimiento de cautela y aversión al riesgo que prevalece en los mercados financieros internacionales. La mayoría señaló que estos mercados podrían verse afectados por los riesgos que prevalecen para la economía global y consideró que las economías emergentes podrían verse particularmente afectadas por una disminución en el apetito por riesgo. No obstante, un miembro señaló que debe dimensionarse el impacto que la materialización de estos riesgos pudiera tener sobre los mercados financieros, ya que los bancos centrales de las principales economías buscarían mejorar las condiciones financieras globales mediante posturas monetarias más acomodaticias. Por ello, consideró que el balance de riesgos para los mercados financieros globales permanece estable.

Todos los miembros señalaron que la información disponible indica que la actividad económica en México en los trimestres previos y en julio se mantuvo estancada. Un miembro detalló que la actividad económica ha crecido en promedio sólo 0.02% en los últimos cinco trimestres y otro mencionó que se ha desacelerado a un ritmo mayor al anticipado. La mayoría destacó que se espera cierta mejora en la actividad económica en el periodo julio-septiembre, si bien un miembro consideró que en este momento se cuenta con muy poca información para evaluar la evolución de la economía en este periodo.

Con respecto a los componentes de la demanda agregada, todos señalaron que las exportaciones mantienen su dinamismo, resaltando el desempeño positivo de las exportaciones manufactureras. Uno comentó que a lo anterior contribuyó el aumento de las exportaciones automotrices. En cuanto a la demanda interna, la mayoría señaló la desaceleración del consumo, si bien puntualizó que en el margen muestra signos de recuperación. Al respecto, algunos enfatizaron la evolución de algunos de sus determinantes, como el aumento en las remesas y la expansión de la masa salarial. Por su parte, uno precisó que el consumo de bienes duraderos ha registrado tasas anuales negativas durante tres trimestres consecutivos.

Respecto de la inversión, la mayoría resaltó la trayectoria a la baja que han mostrado tanto la privada como la pública. Uno indicó que la inversión pública lleva varios años de contracción y ha sido el rubro del gasto público que ha cargado con la mayor parte del ajuste de finanzas públicas. Otro indicó que la inversión y sus componentes muestran una tendencia negativa desde mediados de 2018. La mayoría destacó la atonía en la construcción, así como la reducción de maquinaria y equipo importado. Uno señaló que, al igual que el gasto público, la inversión privada ha registrado cinco trimestres consecutivos a la baja. Mencionó que la falta de inversión es uno de los problemas más preocupantes, a tal grado que empiezan a vislumbrarse efectos adversos en la balanza de pagos. Algunos asociaron la atonía de la inversión con el superávit que la cuenta corriente registró en el segundo trimestre del año. Uno de ellos destacó que dicho superávit es visiblemente superior a otros que se han observado, incluso en tiempos de crisis económica. Subrayó que la inversión fija bruta es tan baja que no es necesario el ahorro externo para su financiamiento. Otro apuntó que lo anterior no debería sorprender en un contexto de políticas macroeconómicas restrictivas. Indicó que una política monetaria restrictiva incentiva el ahorro privado y desincentiva la inversión, mientras que una política fiscal restrictiva se traduce en un incremento del ahorro público, por lo que ambas políticas conducen a un incremento en el balance de la cuenta corriente. Además, mencionó que dicho superávit también podría estar reflejando un cambio en la estructura del gasto agregado, en donde los aumentos salariales, las mayores remesas y los nuevos programas sociales, pueden estar contribuyendo a un mayor consumo de bienes de origen nacional, acompañado de una reducción en el crecimiento del consumo de productos de origen importado.

Desde una perspectiva de mediano plazo, un miembro mencionó que preocupa la desaceleración secular del consumo privado que se ha registrado desde 2016, así como el estancamiento de la inversión privada en el mismo periodo. Apuntó que la tasa de interés y el costo del financiamiento a hogares y empresas han aumentado de manera constante desde entonces y que el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido. Consideró que lo anterior pone de manifiesto que no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés elevada por un periodo prolongado. Por su parte, otro miembro indicó que es fundamental tener presentes los factores que han propiciado la debilidad de la inversión. Al respecto, detalló que la información de encuestas a analistas y empresarios indica que dichos factores se relacionan, principalmente, con problemas de incertidumbre y gobernanza, y no con la política monetaria, a la que asignan un papel poco importante. En este sentido, uno señaló que la inversión privada ha resentido, desde finales de 2016, la incertidumbre respecto al entorno de comercio exterior y recientemente los elementos de incertidumbre interna.

Por el lado de la oferta, la mayoría mencionó la debilidad que ha mostrado la producción industrial, si bien uno señaló que la contracción de esta última ha estado acompañada por una tendencia al alza de la producción manufacturera y evidencia que apunta a un crecimiento moderado del sector servicios. Algunos destacaron el debilitamiento en la construcción y la minería, puntualizando uno de ellos que la desaceleración de esta última se debió a la menor producción petrolera. Otro miembro consideró que la debilidad económica es tangible incluso en el sector servicios.

La mayoría notó que las expectativas de crecimiento para 2019 y 2020 se mantienen en línea con el rango previsto en el Informe Trimestral Abril - Junio 2019 e indicó que estas consideran una ligera recuperación para el resto del año. Por su parte, un miembro señaló que las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en 2019 continuaron disminuyendo en agosto. Respecto de los factores que apoyarían la recuperación económica en los próximos meses, otro miembro destacó: i) que la masa salarial y el crecimiento de las remesas deberían continuar apuntalando al consumo privado; ii) la composición sectorial de la evolución de la producción manufacturera en Estados Unidos, combinada con oportunidades de exportación para los productos mexicanos debido al conflicto comercial entre ese país y China; y, iii) la anticipada

recuperación del gasto público después del subejercicio registrado durante el primer semestre del año. Agregó que, no obstante la expectativa de una mejora del ritmo de crecimiento económico en el segundo semestre de 2019 y 2020, la economía mantendría una situación de debilidad. Subrayó que lo anterior vendría acompañado de una atonía de la inversión, ya que no se anticipa que esta revierta la contracción de meses recientes.

Todos los miembros destacaron que, en un entorno de marcada incertidumbre, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Así, la mayoría sostuvo que el crecimiento está sujeto a riesgos externos e internos. Entre los primeros, además de los riesgos globales ya descritos, un miembro mencionó la posibilidad de retrasos en la ratificación del T-MEC, así como de nuevas amenazas de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a México, si bien esta se ha reducido recientemente. En cuanto a los riesgos internos, dicho miembro destacó la posibilidad de que reducciones adicionales en los ingresos públicos y factores domésticos, afecten la confianza y las perspectivas de la economía mexicana. Agregó que en México, al igual que en otras economías emergentes, los factores de riesgo idiosincrásico han reforzado el impacto de la tendencia global de menor crecimiento y la incertidumbre que han obstaculizado la inversión. Otro detalló que persiste el riesgo de que la actividad económica siga estancada, o que incluso se deteriore aún más, empujando a la economía hacia una recesión. Añadió que los indicadores coincidentes que produce el INEGI para marcar la trayectoria del ciclo económico indican que es necesario mantenerse vigilantes ante una posible recesión.

La mayoría coincidió en que las condiciones de holgura se han ampliado, si bien a inicios del tercer trimestre continuaron en niveles similares al anterior, manteniéndose la amplitud de la brecha del producto en terreno negativo. Un miembro señaló que si se confirma la ligera recuperación que se espera para el tercer trimestre del año, esta podría moderar la ampliación que se observó en las condiciones de holgura durante el segundo trimestre del año. En este sentido, algunos precisaron que en el horizonte de pronóstico se esperan brechas de producto negativas, si bien uno comentó que el relajamiento de las condiciones de holgura podría ser menor al anticipado.

Con respecto al mercado laboral, la mayoría notó que este ha seguido debilitándose y algunos destacaron que la tasa de desempleo se ha

incrementado. No obstante, un miembro enfatizó que esta se ubica todavía por debajo de la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), por lo que su incremento no representa una situación de holgura. Otro sostuvo que la debilidad en el mercado laboral se ha reflejado, especialmente, en el comportamiento del empleo formal, detallando que en agosto de este año, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS registró un aumento anual de 343 mil plazas, mientras que en el mismo mes del año pasado el incremento fue de 750 mil plazas. Asimismo, agregó que de manera simultánea se han observado aumentos no solo en la tasa de desempleo, sino también en la ocupación en el sector informal y en la subocupación. Algunos consideraron que la debilidad del mercado laboral se asocia, en parte, con la desaceleración económica. Uno de ellos añadió como factor explicativo el aumento en el ritmo de crecimiento de los costos laborales unitarios, resultado principalmente del efecto simultáneo de contracciones en la productividad laboral y aumentos en las remuneraciones medias en términos reales.

Todos mencionaron que entre julio y la primera quincena de septiembre la inflación general disminuyó de 3.78% a 2.99% y notaron que la reducción se debió principalmente al componente no subyacente. La mayoría señaló que la inflación general se encuentra en línea con la meta de 3% y algunos apuntaron que ha disminuido más rápido a lo previsto. Uno de ellos indicó que continuó la tendencia a la baja que la inflación ha mostrado desde mediados de 2018.

Todos destacaron que la inflación no subyacente ha disminuido considerablemente, debido a los menores incrementos en los precios de los energéticos y de los agropecuarios. La mayoría apuntó que este componente se encuentra en mínimos históricos. No obstante, advirtió que se encuentra sujeto a una elevada volatilidad. En este contexto, uno argumentó que el análisis de las presiones inflacionarias no debe basarse exclusivamente en la evolución del índice general ya que actualmente, como resultado de la elevada volatilidad del componente no subyacente, puede dar una visión parcial e inclusive errónea de la tendencia de la inflación.

La mayoría indicó que la inflación subyacente ha mantenido su persistencia, ubicándose alrededor de 3.8%. Algunos apuntaron que a lo anterior ha contribuido la evolución de los precios de las mercancías alimenticias y de los servicios. Uno de

ellos subrayó que la inflación subyacente se ha mantenido en niveles superiores a 3% durante más de 17 meses, por encima de la trayectoria prevista por el Banco Central. Asimismo, comentó que la media truncada de la inflación subyacente muestra que las presiones no se encuentran concentradas en pocos productos. Otro comentó que la persistencia de este componente refleja, entre otros factores, los efectos indirectos de los incrementos de los precios de los energéticos en el segundo semestre del año pasado, así como los relacionados con los aumentos en los salarios desde principios de 2019, los cuales inciden con rezago. Asimismo, destacó que en el margen se registraron mayores presiones en los servicios que en las mercancías. Por otra parte, un miembro resaltó que la inflación subyacente ha venido disminuyendo desde abril y destacó que tanto la inflación de mercancías alimenticias, como la de servicios alimenticios, vienen a la baja después de haber alcanzado puntos máximos hace algunos meses. Señaló que el promedio móvil de seis meses de las variaciones mensuales anualizadas de la inflación subyacente continúa a la baja, ubicándose en 3.33% en agosto. Mencionó que de continuar este comportamiento, sus variaciones anuales eventualmente reflejaran niveles similares. Otro miembro consideró que resulta prematuro concluir que la inflación subyacente ha retomado una trayectoria descendente. Enfatizó que la inflación de servicios de alimentación, transporte y de esparcimiento, se ubica en niveles elevados y alrededor de 4.5%.

Algunos miembros señalaron que las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas han seguido a la información más reciente, mientras que las de mayor plazo han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%. Un miembro detalló que durante abril y mayo, los analistas aumentaron a un nivel de 3.75% sus expectativas de inflación para 2019. Ello debido a un efecto calendario. No obstante, en agosto las redujeron a sólo 3.36%. Agregó que las expectativas están por debajo de lo que se anticipaba en informes trimestrales anteriores. Por su parte, otro apuntó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los instrumentos de renta fija, ha venido disminuyendo.

La mayoría mencionó que el escenario central para la inflación general es cercano a la trayectoria dada a conocer en el último Informe Trimestral. Al respecto, otro consideró que, dados los indicadores de holgura, la ampliación de la brecha de producto negativa y la dinámica de los precios agropecuarios,

se ha acentuado la probabilidad de que la convergencia hacia el objetivo de inflación no sólo se cumpla antes de lo previsto, sino que al cierre del año se sitúe por debajo de las proyecciones del último Informe Trimestral. Un miembro detalló que en el Informe Trimestral publicado en mayo el pronóstico para la inflación general para el cierre de 2019 se había incrementado a 3.7%, pero que en el último Informe publicado en agosto se redujo a sólo 3.2%. No obstante, otro comentó que la convergencia a la meta en el 2020 podría retrasarse.

Respecto de las perspectivas de la inflación subyacente, la mayoría señaló que se anticipa que comience a disminuir, al desvanecerse los efectos indirectos de los choques en los precios de los energéticos. Uno añadió el desvanecimiento de los choques en los precios de los alimentos, mientras que otro enfatizó el de los ajustes cambiarios. La mayoría resaltó que la tendencia a la baja de la inflación subyacente estaría influida por la holgura en la economía. Otro añadió a lo anterior que este subíndice también se verá influido por los efectos de los salarios, que inciden con un rezago. En este contexto, algunos mencionaron que continúa anticipándose que la inflación subyacente converja a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente. Algunos miembros agregaron que lo anterior podría ocurrir a pesar de la mayor holgura en la economía. Uno de ellos consideró que la persistencia de este componente abonaría a que sigan aumentando sus expectativas de mediano plazo, y a que las expectativas de la inflación general sigan ubicadas por encima de la meta de 3%, dificultando la convergencia en los tiempos previstos. Por otra parte, la mayoría señaló el riesgo de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Uno afirmó que, considerando la incertidumbre que enfrenta la economía, este riesgo es el más importante. Al respecto, señaló que si bien el traspaso del tipo de cambio a los precios es bajo, no es cero. Otro apuntó que existe la posibilidad de que el tipo de cambio se deprecie más de lo previsto y ejerza presiones sobre los precios mediante un traspaso mayor al observado hasta ahora. Otro advirtió que a pesar de la evidencia de que el efecto traspaso del tipo de cambio es pequeño, la inflación en el corto plazo y sus expectativas son significativamente sensibles a variaciones abruptas en la paridad cambiaria. La mayoría mencionó como otro riesgo al alza para la inflación, la amenaza de

imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien consideró que este riesgo se ha mitigado. Añadió el riesgo de que los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios se incrementen. Uno señaló la posibilidad de que la inflación no subyacente registre una reversión a sus valores históricos. En este sentido, otro agregó que dada la elevada volatilidad de estos productos, este riesgo prevalece inclusive considerando la política de precios para la gasolina de la actual administración. Por su parte, uno mencionó que en la medida en que la inflación de energéticos permanezca baja debido a la nueva política de precios del gobierno federal, se irá generando una percepción de inflación baja y estable, lo que seguramente repercutirá favorablemente en el proceso de formación de precios. La mayoría mencionó como riesgos un entorno de debilidad en las finanzas públicas y que dada la magnitud de diversas revisiones salariales, se generen presiones de costos en la medida que estas superen las ganancias en la productividad. Al respecto, un miembro resaltó que la perspectiva de los ajustes salariales para el año entrante todavía es incierta. Otro consideró que, en su opinión, la evidencia disponible apunta a que los incrementos en el salario mínimo han tenido poco impacto sobre la inflación, considerando que la inflación general es menor a 3% y que en la zona fronteriza es menor al promedio nacional. Agregó que la inflación de servicios distintos a la vivienda y la educación que, en principio, podría verse afectada por el aumento en los salarios, no está muy lejos de su promedio histórico si se excluye el comportamiento deflacionario atípico del sector de telecomunicaciones en 2014-2016. La mayoría agregó el riesgo del escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global. Finalmente, uno añadió el impacto potencial del aumento al impuesto a las bebidas saborizadas y a los cigarrillos contemplado en la propuesta de presupuesto para 2020.

En cuanto a los riesgos a la baja, la mayoría mencionó la posibilidad de que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. La mayoría agregó como riesgo a la baja que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. Al respecto, uno detalló que los precios de los energéticos muestran una tendencia a la baja

asociada a la desaceleración económica global. Todos mencionaron la posibilidad de que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente. No obstante, un miembro señaló que está por verse en qué medida la lasitud de la actividad económica contiene las presiones sobre los precios.

En este contexto, la mayoría coincidió en que persiste una marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Un miembro estimó que dados los pronósticos para la inflación y el comportamiento atípico del componente no subyacente, resulta difícil calibrar el balance de riesgos. Otro consideró que si bien es difícil hacer un balance de riesgos en un entorno tan incierto, en su opinión este mantiene un sesgo al alza. Por su parte, algunos mencionaron que los riesgos han disminuido sustancialmente en relación con los que se tenían en meses anteriores. Uno de ellos señaló que lo anterior está asociado a los importantes riesgos a la baja en la inflación descritos anteriormente y a que el balance de riesgos al crecimiento continúa fuertemente sesgado a la baja. Otro señaló que aunque persisten riesgos internos y externos, estos no necesariamente se ubican en niveles por encima de episodios pasados. Añadió que la continua ampliación de la brecha negativa del producto por debajo de lo anticipado, en conjunto a una dinámica favorable de los precios agropecuarios, sugiere un balance de riesgos para la inflación sesgado a la baja.

La mayoría señaló que los mercados financieros nacionales han reflejado los efectos tanto de menores tasas de interés en todos sus plazos en las principales economías avanzadas, como episodios de volatilidad con ajustes en el tipo de cambio, si bien en las últimas semanas estos se han mitigado. Un miembro consideró que factores internos, como el acuerdo del gobierno federal con las compañías que operan gasoductos, la operación de recompra de bonos y refinanciamiento de Pemex y la presentación del Paquete Económico para 2020, contribuyeron al comportamiento favorable que los mercados financieros nacionales mostraron en septiembre. La mayoría indicó que las tasas de interés de los valores gubernamentales para todos sus plazos han seguido disminuyendo. Un miembro puntualizó que se observaron trayectorias diferenciadas entre los distintos plazos, con caídas más pronunciadas en aquellos de hasta cinco años. Otro resaltó que las tasas de interés se encuentran en los niveles más bajos del año. Otro comentó que las curvas de rendimiento nominal y real, se

encuentran invertidas respecto a la tasa objetivo de fondeo diario. Detalló que al descomponer las tasas de interés de largo plazo, se obtiene que tanto las expectativas para las tasas de interés de corto plazo, como las primas por plazo han mostrado reducciones en los últimos meses. Agregó que las tasas de interés reales de los Udibonos también han presentado disminuciones. Argumentó que mantener posturas macroeconómicas prudentes ha sido fundamental para que las curvas de rendimiento, nominales y reales, se hayan estado ajustando de manera ordenada y a la baja, ante la combinación de condiciones financieras globales más relajadas y la presencia de importantes riesgos idiosincrásicos. Algunos notaron que la cotización de la moneda nacional registró una apreciación desde la decisión de política monetaria de agosto, si bien otro destacó que el tipo de cambio ha estado sujeto a episodios de depreciación asociado a elementos de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, a factores idiosincrásicos y a contagio proveniente de otras economías emergentes. Algunos mencionaron que el mercado accionario registró una importante recuperación y uno de ellos resaltó que este desempeño favorable destaca entre las economías emergentes. Respecto de las primas de riesgo, algunos señalaron que estas se han reducido desde la última decisión de política monetaria. Uno de ellos puntualizó que dicha reducción fue similar a la observada en otras economías emergentes, lo que sugiere que está determinada fundamentalmente por factores externos. Enfatizó que la prima del seguro contra incumplimiento de pagos sobre la deuda soberana (CDS) para México continúa por encima de los correspondientes a otras economías emergentes con una calificación crediticia inferior. Sostuvo que entre las 15 principales economías emergentes, solamente la mexicana junto con las de Turquía y Brasil, han mostrado una disminución de su calificación crediticia soberana en el último año. Finalmente, otro afirmó que los flujos de capital provenientes de inversionistas extranjeros han sido negativos en instrumentos de renta fija, si bien la posición mantiene un saldo similar al visto en años previos, mientras que la recepción de flujos en instrumentos de renta variable fue positiva.

En cuanto a los riesgos que pudieran afectar el desempeño de los activos financieros en México, la mayoría mencionó que persiste la incertidumbre asociada a la relación bilateral entre México y Estados Unidos y respecto de las perspectivas crediticias, tanto para la calificación de la deuda de Pemex como la soberana. Un miembro resaltó la posibilidad de un deterioro de las finanzas públicas.

Por su parte, otro consideró que a pesar de que persisten varios elementos de incertidumbre en el ámbito externo, las medidas adoptadas por los bancos centrales de las principales economías han contribuido a mitigar dichos riesgos. Asimismo, consideró que la mayoría de los riesgos internos asociados a las políticas públicas, como los correspondientes a las finanzas públicas y a Pemex, se han ido disipando a lo largo del año. Agregó que, en su opinión, los riesgos más importantes para los mercados financieros nacionales son el bajo crecimiento económico y que se mantenga una política monetaria demasiado restrictiva.

La mayoría de los miembros destacó que el entorno actual sigue presentando importantes riesgos que podrían afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, indicó 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 señaló que es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019 y los objetivos planteados en el Paquete Económico para 2020. Asimismo, afirmó que es indispensable fortalecer el Estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. Por su parte, un miembro subrayó la necesidad de incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano. En relación con el Paquete Económico para 2020, la mayoría coincidió en que los objetivos para el superávit primario son adecuados y que, en general, fue bien recibido por los agentes económicos, si bien uno agregó que el nuevo presupuesto implica una trayectoria para la deuda pública y los requerimientos financieros del sector público como porcentaje del PIB ligeramente por encima de lo originalmente anunciado. Algunos advirtieron que varios analistas han opinado que ciertos supuestos del presupuesto, particularmente la producción de petróleo y los ingresos, son optimistas y que, por lo tanto, prevalecen factores de riesgo para la política fiscal.

Por su parte, la mayoría indicó que el paquete de apoyos fiscales a Pemex y las medidas financieras anunciadas recientemente para fortalecer su perfil financiero son esfuerzos en la dirección correcta, que se han traducido en una recuperación en el valor de sus instrumentos de deuda y en una disminución

en su prima de incumplimiento crediticio. No obstante, algunos mencionaron que la mayoría de los analistas coinciden en que estas medidas representan un alivio de corto plazo, ya que no resuelven los problemas estructurales de la empresa. Uno de ellos destacó que otro problema que enfrenta Pemex es la posibilidad de se observe una menor plataforma petrolera a la prevista como consecuencia tanto del bajo nivel de inversión, como de la cancelación de la participación privada en nuevos desarrollos que permitan expandir la producción de crudo. Así, algunos advirtieron que el riesgo de un ajuste a la baja en la calificación crediticia de Pemex prevalece, y que esto implicaría que perdiera el grado de inversión. Si bien uno de ellos reconoció que la expectativa de acciones adicionales por parte de las agencias calificadoras se ha retrasado momentáneamente, otro sostuvo que una calificadora ha mencionado que incrementos significativos de la deuda neta de Pemex, un desempeño operativo por debajo de lo proyectado, y una disminución de las reservas o de su duración esperada, podrían dar lugar a una disminución de la calificación, lo que propiciaría la pérdida del grado de inversión de la empresa. Asimismo, señaló que dicha agencia considera que los gastos de capital contemplados por Pemex para 2019 y 2020 son muy inferiores a los requeridos para reponer las reservas en estos años, por lo que en su opinión el riesgo de que dicho evento suceda es elevado.

En este contexto, un miembro apuntó que Pemex se mantiene como el principal factor de riesgo interno dada su dependencia del apoyo financiero del gobierno federal. Mencionó que aunque los instrumentos financieros continúan descontando la reducción en la calificación de Pemex, no se descarta que su materialización detone ventas forzadas que podrían propiciar ajustes desordenados en los mercados financieros. Añadió que la suspensión de las rondas de licitaciones, o la revisión de contratos otorgados al sector privado para la provisión de gas natural, han generado incertidumbre, y han afectado la confianza de los agentes económicos. Advirtió sobre diversas fuentes de incertidumbre para las finanzas públicas, como las presiones asociadas a las crecientes pensiones y los apoyos financieros a Pemex. Asimismo, señaló que los ingresos podrían resultar menores a los estimados, como consecuencia de un menor crecimiento. Apuntó que lo anterior representa un desafío, dado que los faltantes de recursos deberán ser compensados con mayores recortes en el gasto, una mayor capacidad recaudatoria y, probablemente, con un uso mayor

del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP), lo que podría traducirse en una presión futura sobre las finanzas públicas, ya que se agotaría parte de la reserva para hacer frente a choques futuros.

En relación con la decisión de política monetaria, tomando en cuenta la disminución de la inflación general, la amplitud de las condiciones de holgura de la economía, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, la mayoría consideró que reducir la tasa de referencia en 25 puntos base a un nivel de 7.75% es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. La mayoría destacó que es necesario mantener una política monetaria prudente ante el panorama incierto que enfrenta la inflación. Al respecto, un miembro argumentó que la adecuación de la postura de política monetaria debe ser gradual, evaluando cuidadosamente la información adicional, a fin de poder identificar de mejor manera las condiciones de la economía, el proceso de reducción de la inflación y el balance de riesgos para estos. Destacó que si bien en el escenario central la inflación converge a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria, persisten riesgos que podrían afectar esta perspectiva y retrasar la consolidación de la reducción de la inflación. Señaló que este ha sido el caso en los últimos dos años con la presencia de factores que han afectado a la economía nacional, a la formación de precios y que han propiciado una mayor resistencia de la inflación subyacente a disminuir. Adicionalmente, mencionó que si bien aún se mantienen diferenciales de tasas de interés de corto plazo elevados, el tipo de cambio ha estado sujeto a presiones y episodios de depreciación. Otro miembro precisó que el nuevo nivel de la tasa de política monetaria permite disminuir el nivel de restricción monetaria para facilitar la convergencia eficiente de la inflación a su meta y mantener la posición monetaria relativa a fin de evitar ampliar innecesariamente el diferencial de las tasas de interés de corto plazo entre los instrumentos denominados en pesos y en dólares. Otro miembro señaló que ante el entorno descrito, la política monetaria en México continúa enfrentando un panorama incierto y de contrastes. Por una parte, la disminución adicional de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos abre un espacio para la implementación de la política monetaria en México. A lo que agregó la debilidad de la economía, que debería reflejarse en la evolución de los precios, y la importancia de que el Banco Central procure un ajuste ordenado de la inflación hacia la meta. Por otro lado, señaló que debe considerarse la

persistencia de la inflación subyacente, que las expectativas de inflación para 2020 y para plazos mayores se encuentran por encima de la meta, que el riesgo país aumentó en los últimos meses y que una situación de pronunciada incertidumbre puede implicar un choque importante para la economía en un horizonte no muy lejano. En este contexto, destacó que, a su juicio, no es posible definir un ciclo para la política monetaria. Añadió que esta debe privilegiar la prudencia, y responder a las necesidades que surjan de conformidad con la información adicional y las circunstancias del momento. Señaló que una parte importante del entorno de inquietud que enfrenta la economía tiene su origen en factores internos que limitan el campo de acción para la política monetaria. Indicó que la implementación de medidas decididas para resolver dichos desafíos no sólo permitiría un enfoque más equilibrado de política económica, sino también atenuar la situación de incertidumbre, el problema central detrás del complejo desempeño de la economía.

Algunos consideraron que un ajuste de la tasa de referencia de 50 puntos base era apropiado. Uno de ellos argumentó que considerando la última disminución en la tasa de fondos federales, una reducción en 25 puntos base en la tasa de referencia de México dejaría la postura monetaria relativa con Estados Unidos en su máximo histórico, a pesar de que la inflación se ubica en 3%, que la economía está estancada con una brecha del producto negativa que sigue ampliándose, y que los riesgos globales han disminuido. Añadió que con una reducción de 50 puntos base de la tasa de referencia en México, el diferencial de tasas de interés con Estados Unidos todavía permanecería muy por encima de los diferenciales correspondientes a todas las economías emergentes relevantes entre el mismo grupo de activos. El diferencial actual entre la tasa objetivo de política monetaria y la inflación observada en México, no es solo el más amplio de las economías emergentes comparables, sino que además resulta ser prácticamente el doble de Rusia, país que ocupa el segundo lugar dentro de este grupo de economías y que lleva 75 puntos base de reducción en lo que va del año. Aún con una disminución de 50 puntos base, en términos relativos tendríamos un diferencial con Estados Unidos de 550 puntos base, que se ubicaría todavía muy por encima de prácticamente todos los países emergentes relevantes para nuestra clase de activos. Solo nos superaría Turquía, país que actualmente sufre una tasa de inflación de 15%. Por lo mismo, el *carry-trade*, que muchos consideran necesario mantener ante los riesgos que

enfrentamos, seguiría siendo de los más elevados dentro de este grupo de países.

Este miembro agregó que un nivel de 7.5% representa una tasa aún por arriba del techo de la zona neutral ajustada por riesgo. Mencionó que considerando que la economía nacional se encuentra lejos de su potencial, la tasa de referencia en términos reales consistente con la coyuntura actual sería menor que la estimación de la tasa natural, que es la tasa real congruente con el producto en su nivel potencial y la inflación en su objetivo. En este sentido, concluyó que la postura monetaria actual es aún más restrictiva considerando la posición cíclica de la economía.

En este contexto, el mismo miembro externó que si bien en las circunstancias actuales es necesario mantener una postura restrictiva, hay un amplio espacio y una ventana de oportunidad para reducir la tasa de política monetaria y todavía conservar su carácter restrictivo, pero menor al actual, considerando que hoy en día la postura monetaria es la más restrictiva en términos absolutos y relativos de los últimos diez años, incluso por arriba de periodos en que se enfrentaba una inflación más elevada, con bastante incertidumbre y mayores riesgos.

No obstante, este reconoció que actualmente existen numerosos riesgos, por lo que hacia adelante se tiene que proceder con cautela y en función de la información disponible. Señaló que se tiene que cambiar la postura altamente restrictiva por una que lo sea en menor medida, pero que la velocidad de este cambio tendrá que ponderar los riesgos para la inflación subyacente.

Asimismo, el mismo miembro señaló que resulta esencial mantener una postura monetaria prudente hasta alcanzar claramente nuestro mandato en forma más sólida, ya que para asegurar que la inflación general permanezca alrededor de 3%, es necesario que la inflación subyacente converja a ese mismo nivel, si bien actualmente no se ubica muy lejos de 3%.

Otro miembro argumentó que, dada la última disminución en la tasa de fondos federales, una reducción de 25 puntos base en la tasa de referencia en México mantendría la misma postura monetaria relativa con Estados Unidos, lo que podría dar la impresión de que el Banco de México está siguiendo mecánicamente a la Reserva Federal. Opinó que sería deseable mandar la señal de que se actúa de manera independiente, respondiendo

principalmente a una mejoría en las condiciones internas. En adición, señaló que en lo que va del año, otros bancos centrales de América Latina han relajado sus posturas monetarias en mayor medida que el Banco de México y que actualmente tienen tasas de referencia menores. Argumentó que lo anterior ilustra que la postura monetaria en México es muy restrictiva, sobre todo considerando la cercanía de la inflación a la meta. Añadió que las condiciones actuales permiten un mayor relajamiento monetario en la economía mexicana que en otras economías tanto avanzadas como emergentes, ya que en algunas de estas el margen de maniobra es limitado debido a que las tasas de interés ya se encuentran en niveles bajos. En adición, enfatizó que las condiciones internas en México han mostrado un cambio significativo en el último año. Señaló que en septiembre de 2018 la tasa de inflación general fue de 5.02%, lo cual implica que en un año la tasa de inflación se redujo en poco más de 200 puntos base. Además de la mejoría en el panorama inflacionario del país, señaló la notable desaceleración económica en el último año, el cambio radical en las perspectivas de política monetaria de los países avanzados y una resolución satisfactoria de algunas incertidumbres que se tenían, principalmente en torno a la situación fiscal que prevalecería en el contexto de una nueva administración en México. Apuntó que si la tasa se redujera en sólo 25 puntos base eso apenas serviría para regresar a la tasa que se tenía vigente en septiembre de 2018 (7.75%), lo cual implicaría que la posición monetaria en el país apenas si se habría mantenido constante a pesar de que ahora se contaría con un contexto económico nacional e internacional completamente diferente al de entonces.

Por último, este miembro apuntó que el tono del comunicado debería resaltar la disminución sustancial a lo largo del año tanto de la inflación como de sus riesgos, así como el hecho de que ha estado por debajo tanto de las expectativas del mercado como de los pronósticos del Instituto Central. Argumentó que ello mandaría un mensaje de certidumbre y confianza, confirmando que el Banco Central tiene la inflación bajo control y que puede relajar su postura monetaria buscando que la inflación se mantenga en su meta con los menores costos posibles para la economía nacional.

La mayoría consideró que se debe comunicar con claridad que el futuro de la política monetaria depende principalmente de la evolución de la inflación y de sus desviaciones con respecto a su trayectoria esperada, en un entorno caracterizado

por riesgos elevados y amplia incertidumbre. Detalló que el comunicado debe reflejar que la Junta de Gobierno estima que la presente decisión es prudente y consistente con el objetivo de inflación de 3% y que la situación actual, caracterizada simultáneamente por debilidad económica y persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados en un entorno de incertidumbre, exige dar seguimiento puntual a nueva información. Un miembro mencionó que dicho seguimiento permitirá actualizar oportunamente el balance de riesgos y los pronósticos de inflación y estar en posibilidad de actuar acertadamente para dar cumplimiento eficaz al mandato de estabilidad de precios y preservar la confianza ganada durante veinticinco años de autonomía.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, tomando en cuenta la disminución de la inflación general, la 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 7.75%, considerando que bajo las condiciones actuales dicho nivel es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Dos miembros votaron por disminuir dicho objetivo a un nivel de 7.50%. 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 entre México y Estados Unidos, en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7.75%.

Gerardo Esquivel Hernández y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 7.50%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

La inflación general se ha comportado mejor a lo previsto y ya se ubica en niveles cercanos a la meta del Banco de México. Por su parte, la inflación acumulada en los primeros tres trimestres del año será inferior a 1%, lo que permite prever que la inflación terminará el año cerca o incluso por debajo de 3%. Si bien la inflación subyacente aún se encuentra en niveles relativamente elevados, es posible anticipar que esta disminuirá en los próximos meses como resultado del desvanecimiento del impacto que tuvo el aumento de los energéticos de finales de 2018 en el precio de los alimentos. Hacia adelante, se prevé una convergencia hacia la meta tanto de la inflación general como de la subyacente. Además de ello, tanto la reducción generalizada de tasas de interés en el mundo como la notable desaceleración económica del país, abren un espacio para reducir la tasa de interés en México más allá de la reducción observada en Estados Unidos. Es por ello que considero que en esta ocasión es posible y deseable reducir en 50 puntos base la tasa de interés objetivo sin poner en riesgo

ni comprometer el mandato fundamental del Banco de México.

Voto. Jonathan Ernest Heath Constable

Si bien la inflación general se ubica en el objetivo puntual de 3.0%, esta meta no se alcanzó por una reducción en el componente subyacente, por lo que es necesario mantener una postura restrictiva. La pregunta es si amerita una tasa tan elevada como la actual, al grado de que representa en términos absolutos y relativos la posición más restrictiva que se ha mantenido en los últimos diez años, incluso, por arriba de periodos en que enfrentábamos una inflación más elevada, con bastante incertidumbre y

mayores riesgos. En la coyuntura actual hay espacio para reducir la tasa de política monetaria y aun así conservar su carácter restrictivo debido a: la brecha de producto negativo que sigue ampliándose; una desviación menor de la inflación respecto a su objetivo; una reducción de la aversión al riesgo global y la continuación de la política monetaria acomodaticia en la mayoría de las economías. En otras palabras, debemos mantener nuestra postura restrictiva por el tiempo necesario, pero no tan restrictiva como la presente. Las circunstancias actuales nos dan una ventana de oportunidad para realizar este ajuste, por lo que estoy a favor de reducir nuestro objetivo en 50 puntos base.

ANEXO

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

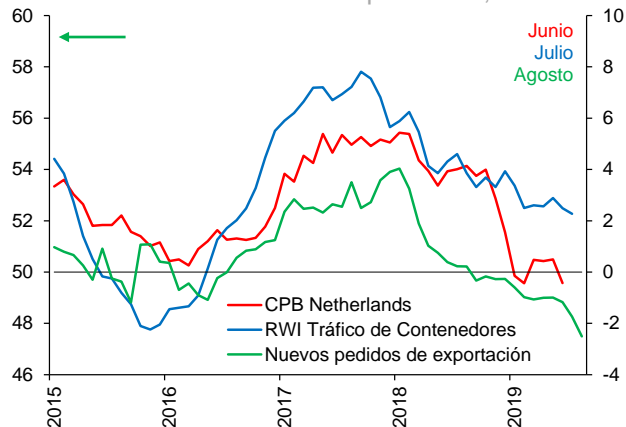
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La información disponible sugiere que la moderación en el ritmo del crecimiento de la economía mundial continuó durante el tercer trimestre de 2019. Diversos factores han seguido afectando negativamente en la confianza de los negocios, el gasto en capital, la actividad manufacturera y el comercio global (Gráfica 1). Entre ellos destacan la mayor incertidumbre derivada del escalamiento de las tensiones comerciales a nivel global, la evidencia de un mayor debilitamiento de algunas de las principales economías, la posibilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea, el agravamiento de la situación política en Medio Oriente y otros riesgos geopolíticos. Asimismo, durante el tercer trimestre se presentaron episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales principalmente asociados a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, si bien en las últimas semanas estas han disminuido. Además, las perspectivas de crecimiento global han seguido revisándose a la baja y persisten otros riesgos políticos y geopolíticos para la economía global, por lo que el balance de riesgos para la actividad económica mundial continúa sesgado a la baja. En este entorno de debilidad económica y en el que las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas son inferiores a las metas de sus respectivos bancos centrales, varias de estas instituciones han implementado políticas monetarias más acomodaticias y se ha anunciado la adopción de mayores estímulos fiscales en algunas economías, particularmente del continente asiático.

Gráfica 1 Volumen de Comercio Mundial e Indicadores Prospectivos

Índice de difusión y variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

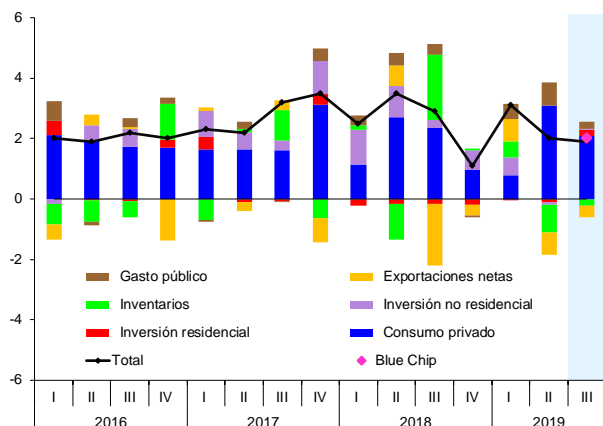
Fuente: CPB Netherlands, Markit y RWI Leibniz Institute for Economic Research.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a cierta moderación en el ritmo de crecimiento del PIB durante el tercer trimestre como reflejo, principalmente, de un menor dinamismo del consumo privado respecto del observado el trimestre anterior (Gráfica 2). Por su parte, la inversión no residencial y las exportaciones netas se han mantenido débiles, mientras que se espera que los inventarios continúen contribuyendo negativamente al crecimiento.

En agosto, la producción industrial de Estados Unidos repuntó, al crecer 0.6% a tasa mensual, luego de contraerse 0.1% en julio. Dicho avance fue resultado, en buena medida, de la recuperación de la actividad minera, después de haberse visto afectada en julio por el huracán Barry, y de una recuperación moderada de la actividad manufacturera, a pesar de la caída que se observó en la producción de autos. Así, en el periodo julio – agosto la producción manufacturera aumentó 1.2% a tasa anualizada con respecto al segundo trimestre, tras dos trimestres consecutivos de contracción. Hacia delante, el Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero (PMI, por sus siglas en inglés) sugiere cierta estabilización de dicho sector en septiembre, si bien en niveles bajos.

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: El tercer trimestre se refiere a la estimación del GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta y a la encuesta Blue Chip de septiembre de 2019.

Fuente: BEA, Blue Chip y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

Algunos de los principales indicadores del mercado laboral en Estados Unidos siguieron mostrando fortaleza. En particular, el crecimiento de la nómina no agrícola se mantuvo sólido, toda vez que las 130 mil nuevas plazas generadas en agosto se ubican por encima de la cifra necesaria para absorber el crecimiento de la fuerza laboral. Además, la tasa de participación laboral ha venido en aumento, particularmente en el grupo de población de entre 25 y 54 años. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo en 3.7%, cerca de su nivel más bajo de las últimas 5 décadas. En este contexto, los salarios han aumentado su ritmo de expansión.

En la zona del euro, la información derivada de indicadores y encuestas de negocios continúa sugiriendo una expansión moderada de la actividad económica durante el tercer trimestre del año, apoyada por el consumo privado y la inversión residencial, rubros que han seguido mostrando una relativa fortaleza derivada del buen desempeño del mercado laboral. No obstante, prevalece la debilidad de la demanda externa y del sector manufacturero, reflejando la contracción de la actividad industrial de Alemania, resultado, a su vez, de la menor demanda global por automóviles y maquinaria. El Índice de Gerentes de Compras de septiembre, tanto del sector manufacturero como de servicios, reanudó su tendencia descendente, lo que sugiere que la debilidad de esa economía podría persistir.

En Japón, los indicadores disponibles al tercer trimestre sugieren que la actividad económica pudiera moderar su ritmo de crecimiento como resultado, en gran medida, del debilitamiento del consumo y de la inversión fija de los negocios. Adicionalmente, los indicadores sobre confianza de los negocios siguieron deteriorándose, particularmente los asociados al sector manufacturero, reflejando que la debilidad de dicha economía pudiera acentuarse aún más.

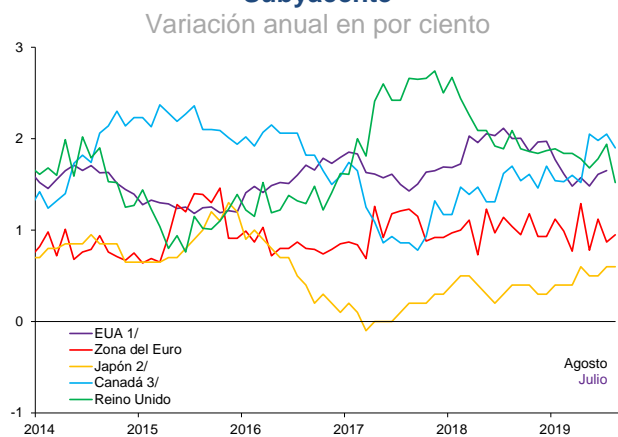
En las economías emergentes, la información disponible indica que el crecimiento se mantendrá débil durante el tercer trimestre. En el caso de China, los indicadores de actividad económica continuaron presentando una gradual desaceleración, al observarse un crecimiento más moderado de las ventas al menudeo, la actividad industrial, y la inversión fija, a pesar del repunte del gasto en infraestructura.

Los precios internacionales de las materias primas registraron en general una tendencia al alza durante las últimas semanas. En particular, luego de haber mostrado un comportamiento errático durante agosto, los precios del crudo registraron una recuperación moderada a principios de septiembre ante las mayores expectativas de que se extendería por un periodo más prolongado el acuerdo de reducción de producción entre los países exportadores y productores de petróleo (OPEP) y otros productores, así como por una disminución de los inventarios comerciales de crudo en Estados Unidos. Posteriormente, estos precios registraron una fuerte alza luego del ataque a las principales instalaciones petroleras de Arabia Saudita, si bien han retrocedido parcialmente al reducirse la incertidumbre sobre el tiempo en que se restablecerá por completo la producción petrolera de ese país. Por su parte, los precios de los granos se recuperaron en las últimas semanas debido a una mayor demanda proveniente de China y a condiciones menos propicias para el cultivo en Estados Unidos. Finalmente, a principios de septiembre, los precios de los metales industriales mostraron una recuperación ante la percepción de perspectivas más favorables para las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos. No obstante, a mediados de septiembre disminuyeron al darse a conocer indicadores que confirmaron la debilidad de la producción industrial de China.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas se mantienen por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. La inflación general ha disminuido en algunas de esas economías en los últimos meses debido, en parte, a los menores precios de la energía. A su vez, la inflación subyacente ha registrado una modesta recuperación en algunas de las principales economías avanzadas, debido, en parte, al desvanecimiento de algunos factores transitorios (Gráfica 3). En Estados Unidos la inflación subyacente medida por el deflactor del gasto en consumo personal se mantuvo estable en julio en 1.6% a tasa anual. En la zona del euro y Japón, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles bajos a pesar de los niveles reducidos de desempleo. En la mayoría de las economías emergentes las inflaciones general y subyacente se han mantenido bajas y, en algunos casos, incluso, por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales.

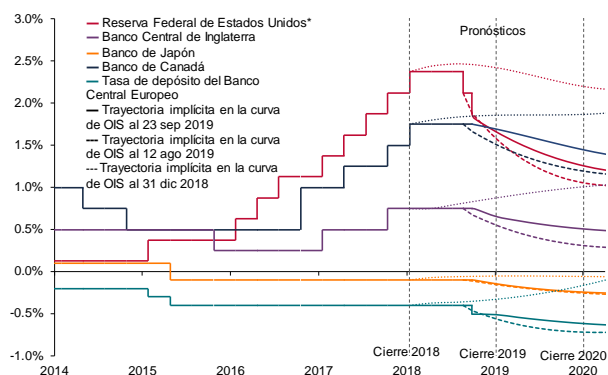
Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



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.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPIX).
Fuente: Haver Analytics, Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.

En este contexto, los bancos centrales de un amplio número de economías han seguido adoptando posturas monetarias más acomodaticias ante los reducidos niveles de inflación, las menores expectativas de crecimiento y los mayores riesgos para la economía global. Adicionalmente, se mantiene la expectativa de que muchas de estas instituciones sigan recortando sus tasas de referencia (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS1/
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 (1.75% - 2.00%).
Fuente: Bloomberg.

En su reunión de septiembre, como se anticipaba, la Reserva Federal redujo en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales a uno de entre 1.75 y 2%. Cabe destacar que si bien la mayoría votó por disminuir la tasa, dos miembros votaron a favor de mantenerla sin cambio y uno votó a favor de disminuirla 50 puntos base. En su comunicado, el banco central mencionó que decidió reducir el rango de la tasa de interés de referencia en vista de las implicaciones de los eventos globales en el panorama económico, así como de las bajas presiones inflacionarias. Esa Institución subrayó que dicha acción apoya su escenario central de una expansión sostenida de la actividad económica y de una inflación cercana al objetivo simétrico de 2%, si bien señaló que persiste la incertidumbre en torno a dicho escenario. Reafirmó que, en la determinación del rumbo de su política monetaria, seguirá monitoreando la información disponible y tomará las medidas apropiadas para mantener una expansión sostenida de la economía, un mercado laboral fuerte y una inflación alrededor de su objetivo de inflación. Asimismo, en su conferencia de prensa, el Presidente de la Reserva Federal expresó que el recorte en la tasa de referencia tiene como objetivo

mantener la fortaleza en la economía y proveer un seguro en contra de ciertos riesgos que permanecen latentes. Cabe destacar que no hubo cambios importantes en la evaluación de la economía y que las modificaciones en los pronósticos económicos fueron marginales. Sobresale que la mediana de los pronósticos de la tasa de interés de referencia no prevé ajustes adicionales en 2019 y 2020, si bien 7 de 17 miembros todavía esperan un recorte de 25 puntos base antes de que finalice el año. Por su parte, la trayectoria implícita en los futuros de la tasa de fondos federales refleja la expectativa de un recorte adicional en 2019 y uno más en 2020.

En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento y de facilidad de préstamos en 0% y 0.25%, respectivamente. No obstante, anunció diversas medidas para relajar su postura de política monetaria con el objetivo de asegurar su objetivo de inflación. Entre estas destacan la reducción de su tasa de depósito de -0.4 a -0.5%; modificaciones a las tasas de interés aplicables a los préstamos de largo plazo (TLTRO III); la implementación de un sistema escalonado de tasas de interés para los requerimientos de reservas de los bancos; y la implementación de un nuevo programa de compra de activos por un monto mensual de 20 mil millones de euros, el cual comenzará a partir del primero de noviembre y se extenderá por el tiempo necesario, y terminará poco tiempo antes de que comiencen a incrementar las tasas de referencia. Asimismo, confirmó sus planes de seguir reinvertiendo los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo y hasta después de iniciado el proceso de alza de sus tasas de referencia. Respecto de su guía sobre la trayectoria de la política monetaria, señaló que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales o incluso por debajo de estos al menos hasta que la inflación muestre una clara convergencia hacia su meta de un nivel cercano pero menor a 2%. Además, reafirmó la necesidad de un alto nivel de estímulo monetario y que se encuentra dispuesto a ajustar todos sus instrumentos de política monetaria del modo que sea requerido.

En su reunión de septiembre, el Banco de Japón mantuvo sin cambio sus tasas de referencia, reiterando que permanecerán en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020. Esa Institución enfatizó que los riesgos a la baja que enfrenta esa economía han aumentado. En este entorno, destacó la necesidad de analizar más de cerca la posibilidad de que se ponga en riesgo el

logro de su meta de estabilidad de precios, por lo que volverá a evaluar la evolución de la actividad económica y los precios en su reunión de octubre, cuando revise sus perspectivas de crecimiento e inflación.

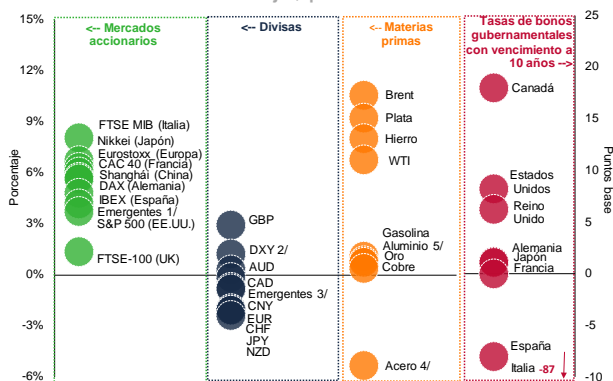
En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.75% y no modificó el tamaño de su programa de compra de valores. Esa Institución señaló que los eventos políticos recientes podrían dar lugar a un periodo sostenido de incertidumbre sobre la relación futura entre el Reino Unido y la Unión Europea. En este sentido, destacó que mientras más se prolongue dicho periodo mayor sería la probabilidad de que el crecimiento de la demanda se mantenga por debajo de su potencial. Si bien señaló que lo anterior se reflejaría en menores presiones en precios, no fijó una postura sobre sus tasas de interés de referencia, al reafirmar que su respuesta de política monetaria no sería automática y que se daría en la dirección que fuese necesario.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en su reunión de septiembre. Esa Institución mencionó que el crecimiento de la actividad económica del segundo trimestre fue mayor a lo que anticipaba. No obstante, destacó que los efectos del escalamiento en las tensiones comerciales y geopolíticas en el comercio y la inversión han sido mayores a lo que habían estimado y señaló que espera una moderación del crecimiento económico para la segunda mitad del año. En este entorno, señaló que la economía se encuentra operando cerca de su potencial y que la inflación se ubica en su meta. Ante esto, argumentó que su postura monetaria sigue siendo la adecuada y subrayó que se mantendrá vigilante del desarrollo de la economía global y de su impacto sobre la economía canadiense.

En las economías emergentes, varios bancos centrales continuaron disminuyendo sus tasas de interés de referencia, destacando los casos de Chile, Indonesia, Paraguay, Rusia y Turquía. Por su parte, el Banco Central de China relajó los requerimientos de reserva de todos los bancos a un nivel mínimo desde 2007 buscando inyectar liquidez en la economía y contrarrestar la desaceleración interna y los efectos negativos derivados de las tensiones comerciales con Estados Unidos. Hacia adelante, se espera que se implementen medidas adicionales de estímulo monetario en este grupo de economías.

En las últimas semanas de agosto, los mercados financieros internacionales continuaron registrando episodios de volatilidad ante los altibajos en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y la presencia de otros eventos geopolíticos. No obstante, en septiembre los mercados financieros presentaron cierta estabilidad a medida que se atenuaron algunos riesgos y ante las posturas más acomodaticias por parte de la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas. En este contexto, se observó un ligero ajuste al alza en los precios de activos financieros que habían registrado caídas importantes desde el segundo trimestre del año. Así, en las economías avanzadas los índices accionarios presentaron ganancias, las tasas de interés incrementaron, al tiempo que las divisas consideradas de refugio, como el yen y el franco suizo, se depreciaron (Gráfica 5).

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 12 de agosto de 2019 al 23 de septiembre 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%.
 4/ El índice de acero corresponde al contrato activo que cotiza en New York Mercantile Exchange.
 5/ El índice de aluminio corresponde al contrato activo que cotiza en London Metal Exchange.
 Fuente: Bloomberg y ICE.

En contraste, en las economías emergentes se registraron salidas de capitales en un entorno de baja liquidez. Así, mientras que en los mercados de deuda las salidas fueron moderadas, en los mercados accionarios se registraron salidas durante prácticamente todo el periodo. Sobresalió el deterioro en los mercados financieros de Argentina (Gráfica 6).

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes
del 12 de agosto al 23 de septiembre de 2019
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.58%	8.98%	-53	-27	-13
	Brasil	-4.75%	2.61%	-26	-8	-3
	Chile	-1.15%	4.42%	-15	-7	-6
	Colombia	-0.31%	4.02%	0	-7	-9
	Argentina	-7.41%	4.37%	2,327	609	1,737
Europa emergente	Rusia	2.39%	3.55%	-50	-48	-31
	Polonia	-3.48%	1.71%	5	-1	5
	Turquía	-2.86%	0.62%	-49	-12	-20
	Rep. Checa	-2.22%	1.39%	30	16	2
	Hungría	-5.48%	-0.22%	-2	-6	3
Asia	Corea del Sur	1.81%	7.69%	10	6	-3
	Malasia	0.11%	-1.37%	-3	0	-11
	India	-0.20%	4.01%	17	4	-2
	Filipinas	-0.57%	0.17%	8	-15	-8
	Tailandia	0.76%	-1.69%	6	3	-4
	Indonesia	1.14%	-0.71%	-18	-16	-18
África	Sudáfrica	2.67%	0.45%	-14	-18	-12

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

Hacia delante, los participantes del mercado seguirán atentos a la evolución de varios factores de riesgo que podrían dar como resultado un aumento de la volatilidad y un deterioro de las condiciones de los mercados financieros. Destacan las preocupaciones respecto a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales y su potencial impacto negativo sobre el dinamismo económico global. Además, se mantienen los riesgos relacionados con la salida del Reino Unido de la Unión Europea, así como otros eventos de carácter político y geopolítico, destacando una mayor inestabilidad en la región del Medio Oriente.

A.2. Evolución de la economía mexicana

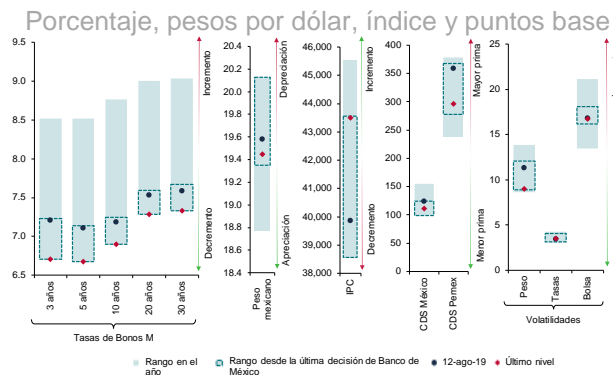
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los mercados financieros nacionales han reflejado los efectos tanto de menores tasas de interés en todos sus plazos en las principales economías avanzadas, como episodios de volatilidad con ajustes en el tipo de cambio. Cabe destacar que en las últimas semanas estos se han mitigado.

Así, la cotización de la moneda nacional alcanzó durante el periodo un nivel máximo del año de 20.25 pesos por dólar. Lo anterior se dio en un entorno de baja liquidez debido a efectos estacionales. Sin embargo, en las últimas semanas el peso mostró una recuperación de 0.63%, ubicándose en 19.49 pesos por dólar al cierre del periodo (Gráfica 7). Por su parte, las condiciones de operación prospectivas para la cotización de la moneda nacional implícitas en las opciones de tipo de cambio se mantuvieron estables (Gráfica 8).

Asimismo, desde la última decisión de política monetaria las expectativas de los analistas de diversas instituciones financieras para el cierre del tipo de cambio de 2019 se mantuvieron en 19.80 pesos por dólar, en tanto que las correspondientes para el cierre de 2020 se ajustaron de 20.00 a 20.23 pesos por dólar (Gráfica 9).

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

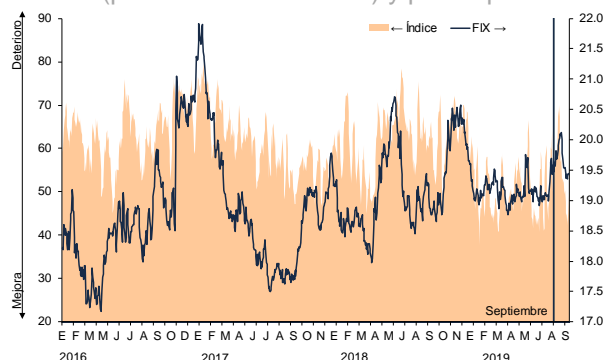


Nota: Para la volatilidad del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1) de los movimientos diarios en toda la curva desde 2007. Para la volatilidad de la bolsa se considera el Vimex publicado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

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

Gráfica 8
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado

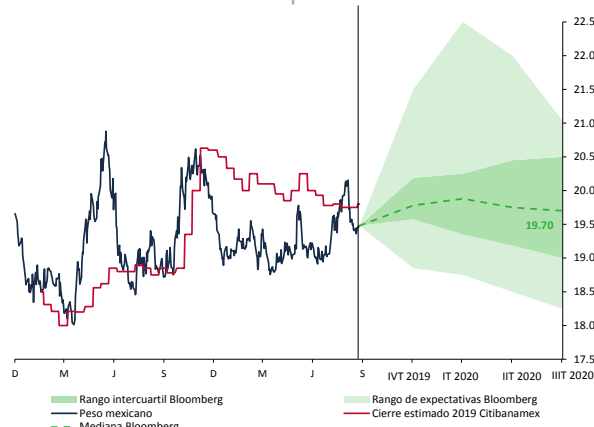
Índice (promedio móvil 5 días) y pesos por dólar



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

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

Pesos por dólar

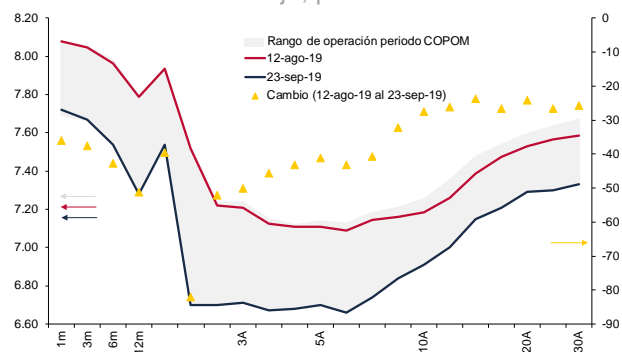


Nota: La línea vertical indica la fecha de la última decisión de política monetaria

Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales para todos sus plazos han seguido disminuyendo. En particular, se presentaron disminuciones de hasta 52 puntos base en los plazos mayores a un año (Gráfica 10). Este movimiento estuvo asociado con los ajustes observados en la mayoría de los mercados de deuda a nivel global como consecuencia de la expectativa de que los bancos centrales adopten una estrategia de política monetaria más acomodaticia y de que prevalezca un ambiente benigno para la inflación. Lo anterior se presentó en un contexto de bajo volumen de operación y en el que las condiciones de operación se deterioraron en algunos días durante el periodo (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 del Mercado de Deuda Gubernamental Mexicano y Tasa del Bono jun-27

Índice (promedio móvil de 10 días), porcentaje

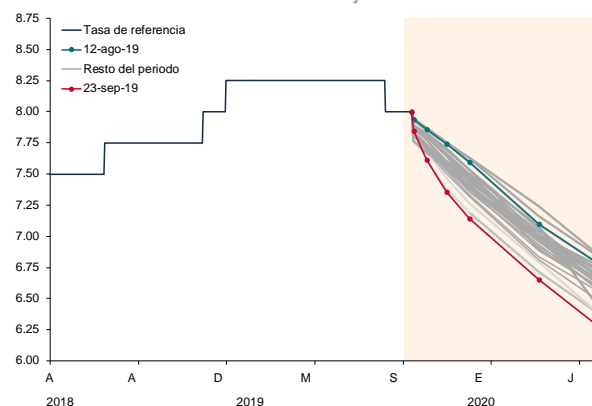


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los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

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

Respecto de las expectativas para la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, estas presentaron ajustes a la baja con relación a los niveles observados en el periodo anterior, si bien para la decisión de septiembre no han descontado por completo un cambio en la tasa de referencia (Gráfica 12). Esto último contrasta con el consenso de los analistas del sector privado encuestados por Citibanamex, el cual espera un recorte en la tasa de 25 puntos base en esa decisión. Para el cierre de 2019, tanto la expectativa implícita en las tasas del mercado como la mediana de la última encuesta de economistas anticipan una disminución de 50 puntos base en la tasa de referencia de política monetaria, para ubicarse en 7.50%.

Gráfica 12
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
 Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

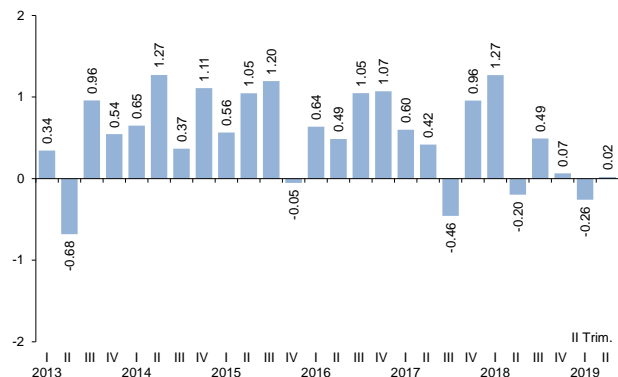
En el segundo trimestre de 2019 y principios del tercero la actividad económica en México continuó mostrando un estancamiento (Gráfica 13). Dicho comportamiento refleja el desempeño desfavorable que mantiene la inversión, la moderada recuperación del consumo y el repunte de las exportaciones.

Profundizando en la evolución de la demanda externa, a principios del tercer trimestre, las exportaciones manufactureras continuaron recuperándose, no obstante el debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales a nivel global. Dicha reactivación se derivó del dinamismo de las exportaciones automotrices, toda vez que el resto de las exportaciones manufactureras mostró atonía. Por destino, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una tendencia al alza, en tanto

que prevaleció la debilidad observada desde mediados de 2018 en las canalizadas al resto del mundo (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

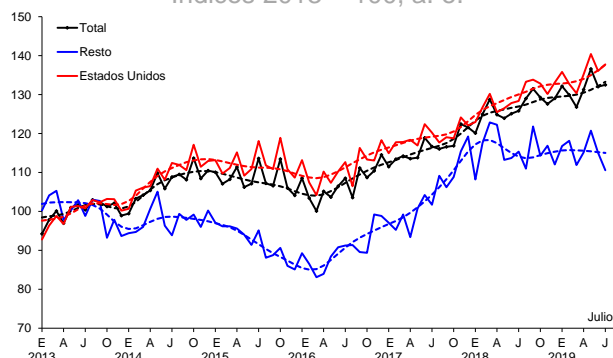


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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.

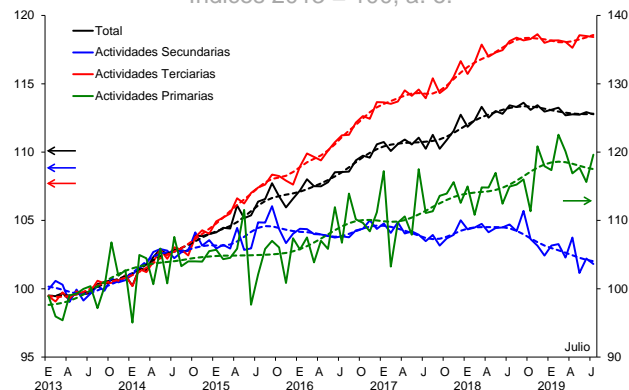
Respecto del desempeño de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, en junio de 2019 el consumo privado registró una moderada recuperación explicada, principalmente, por avances en los rubros de bienes y servicios nacionales. Además, a principios del tercer trimestre, indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, tales como los ingresos en establecimientos comerciales y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el

consumo de bienes en el mercado nacional, mantuvieron una trayectoria al alza. En contraste, las ventas de vehículos ligeros continuaron registrando un desempeño desfavorable. Por su parte, durante el segundo trimestre de 2019 la inversión fija bruta acentuó la tendencia negativa que se ha observado desde inicios de 2018. Indicadores relacionados con la inversión, tales como la actividad en construcción y las importaciones de capital, sugieren que dicha debilidad podría persistir a principios del tercer trimestre.

Por el lado de la producción, el estancamiento de la actividad económica en el segundo trimestre y en julio de 2019 fue resultado del desempeño negativo de las actividades secundarias y de la debilidad que han venido presentando las actividades terciarias (Gráfica 15). En efecto, a finales del segundo trimestre de 2019 y principios del tercero la actividad industrial continuó presentando una evolución desfavorable, la cual se asocia con las tendencias negativas que mantuvieron tanto la construcción como la minería. En contraste, la producción manufacturera siguió exhibiendo una trayectoria positiva que contrasta con la desaceleración observada durante la segunda mitad del 2018 e inicios del 2019 (Gráfica 16). Por su parte, la debilidad de los servicios en julio de 2019 se explica, principalmente, por los retrocesos registrados en el comercio; los servicios de esparcimiento y otros servicios; y los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas.

Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica

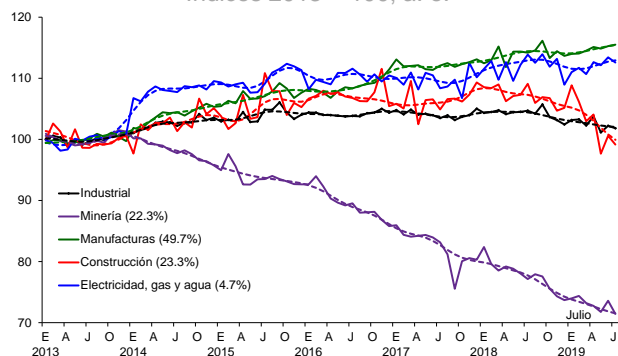
Índices 2013 = 100, a. e.



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

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

Gráfica 16
Actividad Industrial ^{1/}
 Índices 2013 = 100, a. e.



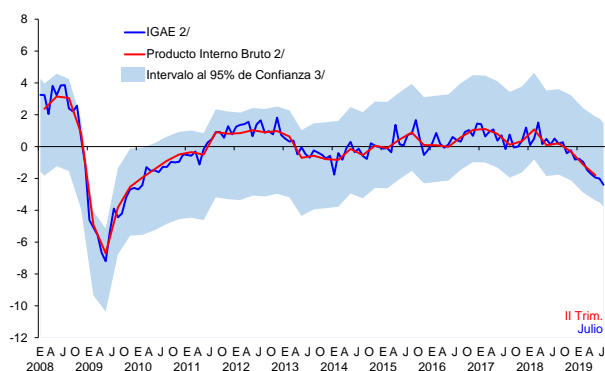
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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 las condiciones de holgura a inicios del tercer trimestre de 2019 continuaron en niveles similares al del trimestre anterior, manteniéndose la amplitud de la brecha del producto en terreno negativo (Gráfica 17). Con relación a las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, permanecieron en niveles superiores a los reportados en la mayor parte de 2018 (Gráfica 18), al tiempo que persistió la marcada desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Con información al segundo trimestre de 2019, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto presentó una trayectoria ascendente, en tanto que a principios del tercer trimestre de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 19).

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.

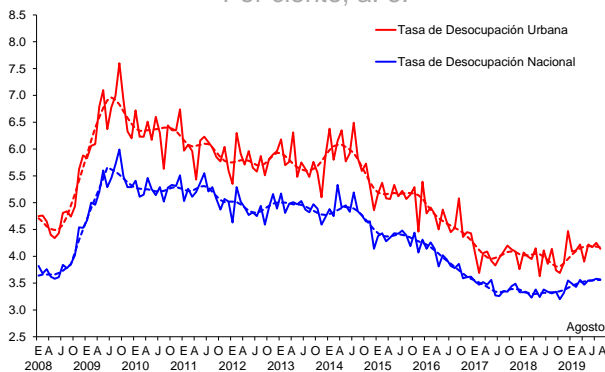
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2019 y del IGAE a julio de 2019.

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.

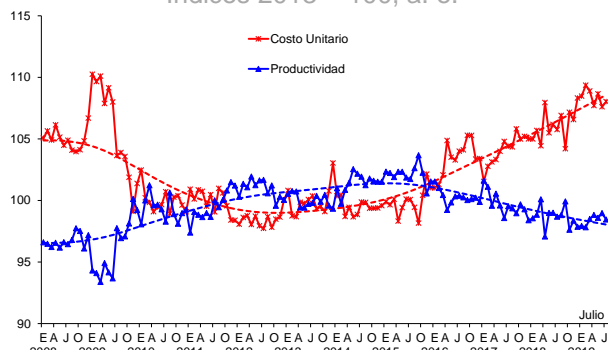
Gráfica 18
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
 Por ciento, a. e.



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
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{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/} Productividad con base en las horas trabajadas.

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

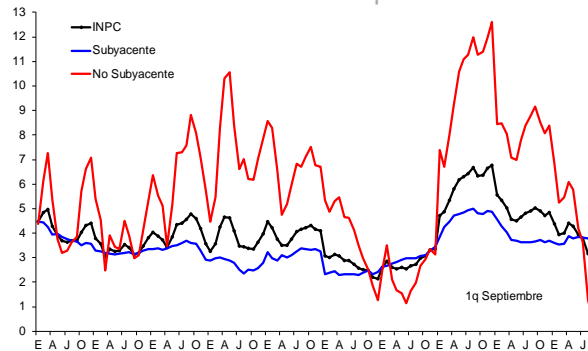
En julio de 2019, el financiamiento interno al sector privado no financiero continuó registrando una moderación en su ritmo de expansión. A su interior, el financiamiento interno a las empresas privadas no financieras siguió presentando una desaceleración, resultado del menor crecimiento tanto del crédito bancario como de la emisión de deuda. En el segmento de los hogares, el crédito a la vivienda continuó mostrando un alto dinamismo, mientras que el canalizado al consumo mantuvo un bajo crecimiento. Respecto a las tasas de interés, aquellas correspondientes al financiamiento a las empresas no presentaron cambios significativos en el margen, aunque permanecen en niveles elevados. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017, en tanto que en el segmento del crédito al consumo las correspondientes a las tarjetas de crédito continúan mostrando una tendencia a la 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 julio y la primera quincena de septiembre de 2019 la inflación general anual se redujo de 3.78 a 2.99% (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este resultado reflejó

una disminución de 4 puntos base en la incidencia de la inflación subyacente y de 75 puntos base en la de la no subyacente.

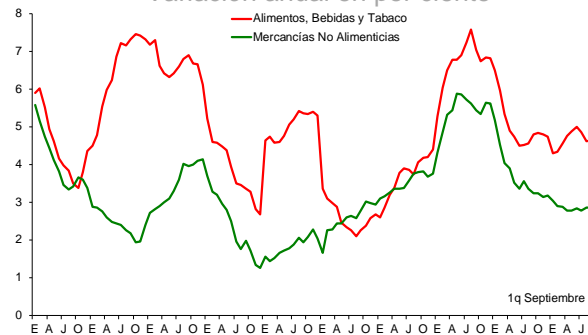
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual pasó de 3.82 a 3.78% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2019, de modo que ha mantenido su persistencia. A su interior, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias continúa en niveles elevados, si bien ha disminuido en los últimos meses, en tanto que la de los precios de las mercancías no alimenticias se ha ubicado en niveles relativamente estables y menores a 3% (Gráfica 21). Por su parte, la tasa de variación anual de los precios de los servicios siguió situándose en niveles alrededor de 3.8% (Gráfica 22). No obstante, diversos servicios de alimentación, de transporte y de esparcimiento continuaron exhibiendo tasas de variación anual en sus precios superiores a 5%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

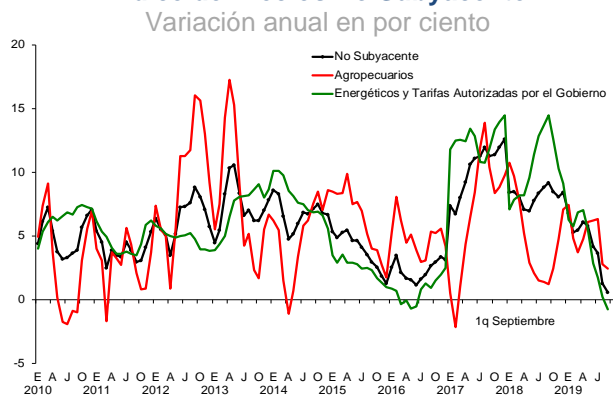
Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual ha exhibido una notoria tendencia descendente, pasando de 3.64 a 0.57% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2019 (Gráfica 23 y Cuadro 1). Ello ha sido producto de disminuciones en las tasas de variación anual de los precios de los energéticos y de los agropecuarios.

Gráfica 23
Índice de Precios No Subyacente



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado mostraron movimientos diferenciados. En efecto, entre julio y agosto, las medianas de las expectativas para la inflación general para los cierres de 2019 y de 2020 disminuyeron de 3.66 a 3.36% y de 3.60 a 3.56%, respectivamente. Dichas reducciones se explican por una disminución en las expectativas implícitas para la inflación no subyacente, mismas que pasaron de 3.76 a 2.46% para el cierre de 2019 y de 4.34 a 4.10% para el cierre de 2020. Por su parte, las medianas de las

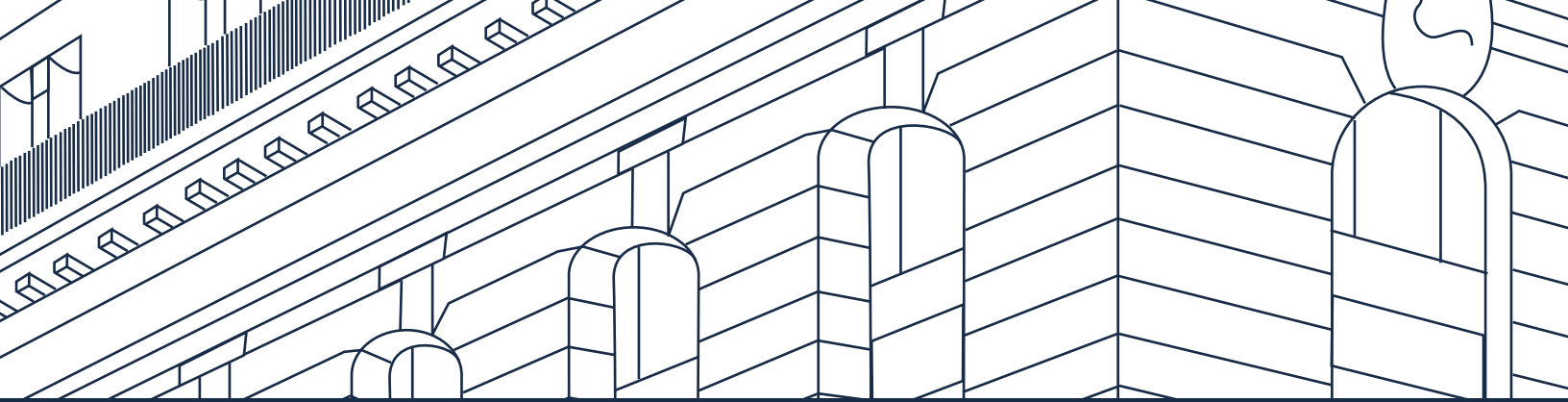
expectativas para la inflación subyacente para los cierres de 2019 y 2020 permanecieron prácticamente sin cambios alrededor de 3.67 y 3.40%, respectivamente. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo (próximos 4 años) se mantuvo sin cambio en 3.50%, mientras que la correspondiente para la inflación subyacente aumentó de 3.41 a 3.49%. En lo referente a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años), estas permanecieron en 3.50 y 3.40%, respectivamente. De esta forma, las expectativas para la inflación, tanto general como subyacente, se ubican en niveles por encima del objetivo para la inflación general de 3%. Finalmente, las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) disminuyeron ligeramente entre julio y agosto, si bien se mantuvieron en niveles cercanos a 3.50%, en tanto que la prima por riesgo inflacionario también mostró una reducción marginal.

En cuanto a los riesgos para la inflación, destacan los siguientes. Al alza, que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente. También, la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. De igual forma, la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado. Asimismo, que se incrementen los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios. Que se presente un entorno de debilidad en las finanzas públicas. En este mismo sentido, que se presente un mayor escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global. Que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida en que estas superen las ganancias en productividad. A la baja, que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. De igual forma, que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. Que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual podría influir en el comportamiento de la inflación subyacente. Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación.

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

Concepto	Julio 2019	Agosto 2019	1q Septiembre 2019
INPC	3.78	3.16	2.99
Subyacente	3.82	3.78	3.78
Mercancías	3.85	3.76	3.77
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.87	4.63	4.65
Mercancías No Alimenticias	2.78	2.85	2.85
Servicios	3.79	3.79	3.79
Vivienda	2.86	2.92	2.89
Educación (Colegiaturas)	4.91	4.66	4.73
Otros Servicios	4.40	4.40	4.41
No Subyacente	3.64	1.28	0.57
Agropecuarios	6.33	2.78	2.45
Frutas y Verduras	5.61	-0.75	-0.21
Pecuarios	7.06	5.77	4.67
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.73	0.20	-0.78
Energéticos	0.76	-1.53	-2.89
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.04	4.30	4.30

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 10 de octubre de 2019

