



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 67

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 16 de mayo 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: 15 de mayo 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.
Carlos Manuel Urzúa Macías, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Arturo Herrera Gutiérrez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas (ver anexo).

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

La mayoría señaló que desde la segunda mitad de 2018, se ha observado una tendencia de desaceleración en la actividad económica mundial, si bien esta presentó una moderada recuperación en el primer trimestre de 2019 en algunas economías, como Estados Unidos, Reino Unido, la zona del euro y China, en gran medida asociada a factores transitorios. En particular, algunos sostuvieron que esta recuperación obedeció a estímulos fiscales y monetarios en esos países. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, la mayoría notó que estas continúan revisándose a la baja. Uno comentó que los pronósticos del Fondo Monetario Internacional para 2019 se redujeron en forma generalizada, y otro apuntó que la probabilidad de nuevas revisiones a la baja para este año y el siguiente parecería haber aumentado. En este contexto, la mayoría coincidió en que se ha observado un deterioro en las perspectivas para la inversión y una caída en el clima de negocios a nivel global. Uno comentó que algunos analistas prevén una desaceleración gradual en la actividad económica global y un riesgo bajo de recesión. Agregó que ante un entorno más adverso para el comercio mundial, entre los sectores más afectados destaca el manufacturero y que, por el lado de la demanda, la inversión ha resentido las afectaciones

en las cadenas globales de valor. En contraste, indicó que los servicios, que son más intensivos en trabajo y están menos expuestos al comercio global, han continuado expandiéndose en las principales economías, dando soporte al consumo y al mercado laboral. Destacó que dos elementos han conducido a una reasignación de recursos de las manufacturas a los servicios: uno de mediano y largo plazos, asociado a una mayor integración comercial y especialización, y otro más reciente relacionado al cambio tecnológico y su aplicación en los servicios.

La mayoría indicó que el balance de riesgos para el crecimiento global continúa sesgado a la baja. Entre los riesgos que persisten mencionó el agravamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios comerciales. Al respecto, alertó que los recientes anuncios de medidas proteccionistas entre China y Estados Unidos afectaron el ánimo de los inversionistas, revirtiendo el optimismo que había otorgado estabilidad a los mercados globales. Consideró que esto podría provocar una desaceleración económica más pronunciada. A lo anterior, la mayoría añadió como riesgos: i) que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado; ii) que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad financiera internacional; y iii) que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos. Sobre esto último, algunos resaltaron la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y uno de ellos añadió las tensiones generadas por Corea del Norte y los conflictos en el Golfo Pérsico. Advirtió que esto podría deteriorar la confianza de los consumidores, desincentivar la inversión, profundizar la atonía del crecimiento económico mundial, incrementar la volatilidad de los mercados, y empeorar las condiciones financieras globales. Al respecto, otro miembro señaló que los canales financieros podrían amplificar la desaceleración económica.

En cuanto a la evolución de los mercados laborales de las economías avanzadas, un miembro resaltó la amplia generación de empleo y los niveles históricamente bajos en sus brechas de desempleo. Asimismo, enfatizó el contraste entre los altos niveles de confianza de los consumidores y la rápida reducción en el clima de negocios desde mediados del 2018. En el caso de Estados Unidos, otro miembro argumentó que su desaceleración anticipada refleja el desvanecimiento del estímulo fiscal y su política comercial proteccionista. Algunos mencionaron que esta última podría conducir a una desaceleración mayor a la prevista. Uno destacó que la probabilidad de una recesión en esta economía en los próximos doce meses ha disminuido, aunque desde niveles relativamente altos. No obstante,

añadió que le preocupa que el comportamiento de algunos indicadores financieros es similar al observado en los meses previos a recesiones anteriores. En contraste, otro detalló que, si bien la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro se ha invertido en ciertos tramos, la reducida prima por plazo sugiere que dicho comportamiento apunta más hacia una desaceleración que hacia una recesión.

La mayoría resaltó el menor dinamismo observado en las economías emergentes, aunque expresó que algunas presentaron cierto repunte recientemente. Uno señaló que el apretamiento de las condiciones financieras globales afectó en mayor medida a las economías más vulnerables. Otro comentó que la actividad en China parece estar respondiendo favorablemente a los estímulos implementados, y resaltó que las autoridades de ese país manifestaron que usarán las herramientas de política a su disposición para lograr un ajuste ordenado de su economía. Sin embargo añadió que existe el riesgo de que estas acciones resulten insuficientes y que se presenten choques que propicien una desaceleración mayor que la prevista. En cuanto a las perspectivas para las economías emergentes, algunos anticipan una tendencia decreciente. Uno especificó que esto será más notorio en las economías asiáticas, que ya muestran signos de debilidad después de su buen desempeño a inicios de 2019. Otro enfatizó que las economías emergentes más abiertas al comercio mundial enfrentan retos importantes para impulsar la inversión. Además, detalló que en algunas economías factores idiosincráticos han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y obstaculizado la inversión. Entre los riesgos a la baja para el crecimiento de las economías emergentes destacó: i) un deterioro o prolongación de las tensiones comerciales; ii) que estas propicien una mayor desaceleración de la economía china y menores precios de las materias primas; iii) que con el fin de lograr metas cuantitativas para los déficits bilaterales de las economías más grandes, se reduzcan las oportunidades de comercio para otras economías; y iv) que se observen recomposiciones en los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo. Señaló que el entorno para estas economías se ha tornado más incierto y su desempeño estará determinado por factores idiosincráticos y la solidez de sus cimientos macroeconómicos.

La mayoría destacó que las presiones inflacionarias a nivel global permanecen en niveles moderados, señalando algunos las presiones a la baja asociadas a una menor demanda global, aunque la mayoría reconoció que también se han observado alzas provenientes de los precios de los energéticos. Asimismo, mencionó que si bien ante esto último la

inflación general ha repuntado, la subyacente ha disminuido en varias economías, reflejando en algunos casos factores transitorios y cambios metodológicos. Puntualizó que en Estados Unidos, la zona del euro y Japón la inflación subyacente se encuentra por debajo de las metas de sus bancos centrales. En este sentido, uno agregó que en muchos países desarrollados se han revisado a la baja las expectativas de inflación para el cierre del año, por debajo de dichas metas. La mayoría notó que aunque los mercados laborales en economías avanzadas siguen mostrando fortaleza y cierto aumento salarial, aún no se han detectado presiones inflacionarias. Un miembro consideró que el desempeño de sus mercados laborales podría contribuir al logro de las metas de inflación, pero también comentó que esto continúa sujeto a incertidumbre, dados los moderados incrementos de los costos laborales y los riesgos sobre la actividad económica mundial. No obstante, advirtió que no puede descartarse un repunte inesperado de la inflación, resultado de un mayor traspaso a los precios de los incrementos salariales o de los aranceles a las importaciones. Otro subrayó que en las economías avanzadas diversos factores han mantenido estructuralmente reducidas las presiones inflacionarias, como la dificultad para las empresas de trasladar a los precios de los bienes y servicios las presiones de costos asociadas a los aumentos salariales. Señaló que el cambio tecnológico y la globalización han permitido la fragmentación de los procesos productivos según las ventajas comparativas, y la estructura de costos en diferentes países y regiones. Agregó que ello ha propiciado ganancias en productividad y mercados más competidos, dificultando que las empresas aumenten sus precios. Finalmente, destacó que el comportamiento futuro de la inflación dependerá, en gran medida, de la permanencia o debilitamiento de dichos factores, y si bien se espera que la inflación en economías avanzadas permanezca en niveles bajos, este escenario no está exento de riesgos al alza. Respecto de la inflación en economías emergentes, un miembro indicó que esta mostró una ligera tendencia ascendente, pero señaló que el componente subyacente se mantuvo relativamente estable, al disiparse los efectos de la depreciación del tipo de cambio y la menor demanda global.

Todos los miembros apuntaron que, dado el entorno de menores presiones inflacionarias y menor dinamismo económico mundial, se ha fortalecido la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías seguirán una estrategia monetaria más acomodaticia. No obstante, uno subrayó que el riesgo de sorpresas en materia de política monetaria no puede descartarse. En cuanto a la Reserva Federal, todos mencionaron que en su

reunión de mayo mantuvo sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales, reiterando el mensaje de paciencia para realizar ajustes en dicho rango. Uno añadió que también ha adoptado una estrategia más dependiente de la información más reciente y sin un rumbo o sesgo predeterminado. Otro puntualizó que las variables de mercado ya no incorporan alzas en la tasa de fondos federales en 2019.

Sobre los mercados financieros internacionales, la mayoría señaló que la perspectiva de menores tasas de interés en economías avanzadas propició un relajamiento de las condiciones financieras globales, mayor apetito por riesgo y un mejor desempeño de los activos y divisas de economías emergentes. Uno resaltó las ganancias que se han observado en los índices accionarios de las principales economías, las disminuciones en las tasas de interés de bonos gubernamentales y corporativos, y la pausa en el fortalecimiento del dólar que se ha registrado. Algunos destacaron los mayores flujos de capital hacia economías emergentes y uno puntualizó que estos se dirigieron, especialmente, hacia renta fija, y en menor medida hacia mercados accionarios, reflejando la mayor incertidumbre sobre la actividad económica a nivel global y en las economías emergentes. La mayoría señaló que más recientemente los mercados se vieron afectados por el agravamiento de las tensiones comerciales. Algunos comentaron que ante ello los inversionistas buscaron refugio en activos de menor riesgo y uno de ellos resaltó la moderación en los flujos de capital hacia las economías emergentes, respecto de lo observado a inicios de año, registrándose incluso salidas de activos de renta variable en las últimas semanas y advirtió que riesgos políticos y geopolíticos podrían agudizar las condiciones financieras globales. Al respecto, otro señaló que el reciente desempeño negativo de los mercados financieros puede persistir e incluso acentuarse, en virtud del resurgimiento de diversas tensiones políticas y geopolíticas. De concretarse lo anterior, repercutiría de manera adversa, particularmente en economías emergentes. Adicionalmente, señaló que de materializarse sorpresas al alza en materia de política monetaria en las principales economías avanzadas, ello seguramente daría lugar a ajustes bruscos en los mercados financieros internacionales. No obstante, un miembro apuntó que el incremento en las tensiones comerciales no ha revertido el mejoramiento de las condiciones financieras globales y que debido a ello, y a que se espera que continúe el relajamiento monetario, los riesgos para la actividad y los mercados internacionales continúan sesgados a la baja.

Todos los miembros señalaron que la información oportuna sugiere que en el primer trimestre de 2019 se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo, asociada tanto a factores externos como internos, algunos de ellos de carácter transitorio. La mayoría detalló que, de acuerdo a estimaciones oportunas, utilizando cifras ajustadas por estacionalidad, el PIB se contrajo 0.2% en el primer trimestre del año, y algunos especificaron que este debilitamiento fue mayor al anticipado. La mayoría indicó que factores transitorios afectaron a la actividad económica. En este sentido, algunos señalaron los problemas de distribución de combustibles, la interrupción de vías férreas, las huelgas en el norte del país y los retrasos en los cruces fronterizos. Dado lo anterior, uno de ellos consideró que es probable que las cifras de crecimiento recientes sobredimensionen la debilidad de la actividad económica. Otro mencionó que el ciclo económico, calculado por el INEGI mediante el Sistema de Indicadores Compuestos Coincidente y Adelantado (SICCA), refleja una fase ascendente que comprendió 119 meses consecutivos al finalizar el primer trimestre de 2019. Añadió que aunque esta fase ha sido la más larga de nuestra historia desde 1980, también ha sido la de crecimiento más lento. Destacó que su posicionamiento actual apunta hacia un estancamiento temporal, sin que exhiba aún síntomas del inicio de una recesión. Por su parte, uno detalló que el Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores Cíclicos (SIC) del INEGI se ha ubicado por debajo de su tendencia de largo plazo por 7 meses consecutivos, con contribuciones negativas incluso más prolongadas en algunos indicadores relacionados con el empleo y la actividad económica.

En cuanto al comportamiento de la actividad por el lado de la demanda, la mayoría señaló que las exportaciones manufactureras han mostrado una desaceleración. Algunos expusieron que ello ha estado asociado a las afectaciones al comercio mundial. Destacaron que la reducción en la expectativa de crecimiento de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 implica menor dinamismo de la demanda externa para México. Un integrante advirtió que el lento crecimiento en las exportaciones no petroleras se ha presentado a pesar de cierto dinamismo de la economía de Estados Unidos y un tipo de cambio real muy favorable. En particular, resaltó la desaceleración de las exportaciones automotrices. Por el lado de la demanda interna, la mayoría enfatizó la persistente atonía de la inversión y la reciente desaceleración del consumo. Uno notó que se espera que la inversión haya continuado desacelerándose después del repunte que registró en enero.

Otro miembro comentó que es preocupante que la inversión privada haya permanecido prácticamente estancada desde 2016 y señaló que desde entonces, el costo del financiamiento a las empresas ha aumentado y que el ritmo de crecimiento del crédito bancario a las empresas ha disminuido, en particular para las pequeñas y medianas. Añadió que también preocupa que desde 2016 se ha presentado una desaceleración secular del consumo privado, al mismo tiempo que el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares ha disminuido considerablemente, lo que ha estado acompañado de un incremento significativo en los costos de dichos créditos. En este sentido, indicó que no es casualidad que la desaceleración del consumo y el estancamiento de la inversión hayan coincidido con el periodo en el que la tasa de interés real se ha incrementado de manera significativa, ya que si bien el consumo y la inversión responden a distintos determinantes, las tasas de interés representan un factor clave en su evolución. Señaló que ello pone de manifiesto que el mecanismo de transmisión de la política monetaria está operando a través de canales que afectan variables reales. Otro miembro recalzó que la debilidad de la inversión se ha prolongado ya por alrededor de 4 años, debido a diversos factores, como la caída de la inversión pública, explicada fundamentalmente por la estrategia adoptada para fortalecer las finanzas públicas, y un entorno persistente de incertidumbre. Detalló que el estancamiento de la inversión no ha respondido a la política monetaria adoptada, pues este inició cuando la tasa de referencia estaba en un nivel de 3%. Agregó que las encuestas recientes entre empresarios y analistas no asignan un papel importante a la política monetaria como factor explicativo de las bajas tasas de crecimiento. Por otra parte, uno advirtió que, ante varios factores transitorios e idiosincráticos, es previsible que los componentes del PIB por el lado del gasto sigan mostrando tasas de crecimiento negativas o muy cercanas a cero en el primer trimestre. Por el lado de la oferta, la mayoría enfatizó que en el primer trimestre del año se registraron contracciones en el componente industrial y en el de servicios. Respecto de la producción industrial, uno subrayó que los datos a marzo arrojan una tendencia a la baja de tres de sus cuatro principales componentes y un estancamiento de la industria manufacturera. Otro advirtió que preocupa la contracción significativa de la construcción, mientras que uno agregó que la disminución persistente de la producción petrolera también es motivo de preocupación.

La mayoría sostuvo que ante el dato del PIB de inicios de 2019, las perspectivas de crecimiento para el año se han deteriorado. Uno señaló que las expectativas de crecimiento para 2019 por parte de

los analistas del sector privado encuestados por el Banco de México han venido disminuyendo de manera constante por más de un año. No obstante, algunos indicaron que se prevé una recuperación en el ritmo de crecimiento a partir del segundo trimestre. Uno de ellos opinó que esta podría estar impulsada por el consumo, debido a los mayores salarios reales, el aumento real en el crédito al consumo y el crecimiento en el poder adquisitivo de las remesas. Comentó que se anticipan contribuciones positivas, aunque marginales, de la inversión privada y las exportaciones. Asimismo, señaló que en dicho escenario es posible que, junto con la implementación de los programas prioritarios de la nueva administración, empiece una nueva fase de crecimiento. En cuanto las expectativas de crecimiento para 2020, otro puntualizó que se ajustaron a la baja de abril de 2018 a abril de 2019. Sin embargo, la mayoría señaló que en meses recientes dichas expectativas mostraron cierta recuperación. Al respecto, uno opinó que esto parece reflejar un efecto aritmético, ya que no hay elementos que conduzcan a asumir una postura más optimista.

Todos señalaron que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y mantiene un sesgo a la baja, como resultado de factores externos e internos. Entre los primeros, además de los riesgos globales ya descritos, la mayoría agregó la posibilidad de que se presenten obstáculos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados en Norteamérica, acciones adicionales que afecten al comercio en la región y el riesgo de que las autoridades estadounidenses incluyan a México en su lista de países sujetos a represalias comerciales. Uno consideró que de retrasarse la ratificación del acuerdo referido podría complicarse más el panorama para la inversión. Otro agregó entre los riesgos externos la disminución de la tasa de crecimiento de la producción manufacturera de Estados Unidos y las potenciales implicaciones de la caída de los índices correspondientes de gerentes de compras tanto en ese país como a nivel global. Entre los factores internos, la mayoría destacó el riesgo de reducciones adicionales de la producción petrolera, que afecten negativamente los ingresos públicos. Uno añadió la incertidumbre acerca de la orientación de las políticas públicas en distintos ámbitos, que ha contribuido a mantener un entorno adverso para la inversión. Otro apuntó que una mayor incertidumbre, además de minar la inversión privada, también podría contener el consumo, y agregó los siguientes riesgos a la baja para el crecimiento: i) la posibilidad de disminuciones en la calificación crediticia de Pemex, aunado a una reducción de la calificación riesgo-país; ii) que se atrase aún más la implementación de los programas prioritarios del nuevo gobierno; iii) que el programa de austeridad del nuevo gobierno genere

mayor inactividad gubernamental a la prevista; iv) que el tipo de cambio real se aprecie y desincentive las exportaciones no petroleras; v) que empiece a disiparse el crecimiento en las remesas familiares; y; vi) que se diluya el incremento en el poder adquisitivo de los aumentos recientes en los salarios ante la dificultad de abatir la inflación. Respecto de los riesgos a la baja de mediano plazo, señaló la posibilidad de una recesión en Estados Unidos.

Algunos sostuvieron que existen riesgos al alza para el crecimiento, como el importante aumento en la confianza de los consumidores que ha persistido durante varios meses, el aumento en la masa salarial, la entrada en vigor de nuevos programas sociales dirigidos a segmentos de la población con elevada propensión marginal a consumir y un desempeño más favorable de las remesas. Uno de ellos agregó los siguientes factores: i) un dinamismo mayor al esperado de la economía de Estados Unidos, la ratificación anticipada del nuevo tratado, así como la eliminación de las barreras arancelarias y no arancelarias que las autoridades estadounidenses han impuesto a México; ii) una reactivación mayor a la anticipada en la inversión privada ante señales positivas por parte del gobierno; iii) un comienzo anticipado en los nuevos proyectos de inversión pública, aunado a un rendimiento mayor al esperado; y iv) la posibilidad de un efecto rebote superior al previsto derivado de una base de comparación baja.

La mayoría mencionó que las condiciones de holgura en la economía exhibieron un relajamiento hacia finales de 2018 y principios de 2019. Uno puntualizó que estas se mantienen en terreno neutral, mientras que otro notó que se prevé que se amplíen en los próximos trimestres. Por su parte, un miembro manifestó que al considerar las expectativas actuales de crecimiento del PIB real para los próximos dos años, es razonable anticipar una brecha del producto negativa, aunque menor a la que resulta de las estimaciones estadísticas, en virtud de la probable disminución del crecimiento potencial en los últimos años. Destacó que resulta paradójico que en un entorno de debilidad económica se hayan observado incrementos en distintos indicadores de presión salarial, tales como los salarios contractuales, los de trabajadores asegurados en el IMSS y los costos laborales unitarios en el sector manufacturero. Apuntó que estos últimos han acentuado su tendencia al alza desde finales de 2018, como resultado de aumentos salariales por encima de la productividad laboral. Argumentó que el resultado natural de esta combinación de tendencias ha sido una caída del empleo formal, un aumento de la informalidad laboral y un incremento de la tasa de desempleo, que probablemente haya sido

amortiguado por el mayor empleo en el sector informal. Añadió que naturalmente, la contracción del empleo ha sido más marcada en zonas del país como la frontera norte, en donde se han observado los mayores ajustes salariales, observándose inclusive un marcado contraste con municipios contiguos no afectados por dichos ajustes.

Con respecto a la evolución de la inflación general, la mayoría mencionó la reducción que esta registró a inicios del año. Uno resaltó la inusualmente baja inflación mensual en enero, debido a la reducción del IVA en la frontera. Otro destacó que al acumular 44 puntos base en los primeros tres meses fue la inflación más baja para un primer trimestre desde que existe el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Agregó que en febrero la tasa anual se ubicó marginalmente por debajo del límite superior del rango de variabilidad por primera vez desde diciembre de 2016. Uno recalcó que la inflación mostró una clara tendencia a la baja entre septiembre y febrero, aunque repuntó en marzo y abril. Añadió que la inflación acumulada de diciembre a abril, en comparación con el mismo periodo en años previos, es la segunda más baja desde el año 2000. Por su parte, otro señaló que la inflación subyacente, que refleja de manera más precisa las presiones inflacionarias, registró en el periodo enero-abril de este año un crecimiento superior al del mismo lapso del año anterior, y la segunda cifra más alta de los últimos 5 años. Todos enfatizaron que la inflación general aumentó de 4.00% a 4.41% entre marzo y abril. La mayoría señaló que esta última cifra fue mayor a lo esperado y uno agregó que se ubicó nuevamente arriba del límite superior del intervalo de variabilidad. Otro resaltó que la inflación resintió importantes ajustes provenientes del tipo de cambio y de presiones significativas en el componente no subyacente. Uno apuntó que la posibilidad de que la inflación general fuera mayor en el segundo trimestre del año, en comparación al primero, se anticipaba dado el cambio de ponderaciones en la actualización del año base del INPC que se adoptó a mediados de 2018 y debido a efectos de base de comparación.

La mayoría destacó que el incremento reciente en la inflación general fue producto de aumentos en sus dos componentes, y puntualizó que el subyacente contribuyó en mayor medida a dicho incremento. Con respecto a este último, resaltó que se mantiene en niveles elevados y que recientemente se incrementó más de lo previsto, al pasar de 3.55% en marzo a 3.87% en abril. Uno agregó que esta fue la tasa anual más elevada en los últimos 13 meses. Algunos señalaron que el comportamiento de la inflación subyacente obedece a que la variación de los precios de las mercancías alimenticias sigue aumentando, mientras que la correspondiente al componente de

servicios repuntó recientemente. Uno detalló que los precios de las mercancías alimenticias, la educación y los servicios distintos de la vivienda y educación, muestran tasas de crecimiento cercanas a, o por encima de 5%. La mayoría mencionó que los precios de los servicios se vieron influidos por el efecto calendario, ya que en 2019 la Semana Santa tuvo lugar en abril, mientras que en 2018 ocurrió en marzo. No obstante, señaló que aún eliminando dicho efecto se observa un incremento. Uno enfatizó que este efecto es de naturaleza transitoria y que espera empiece a revertirse a partir del tercer trimestre del año. Otro agregó que los servicios distintos al turismo no muestran incrementos tan significativos, aunque tampoco ha disminuido su ritmo de aumento. Con respecto al incremento en los precios de las mercancías alimenticias, apuntó que este es preocupante. Indicó que si bien el INEGI reportó que la inflación de mercancías alimenticias se ubicó en 4.75% en abril, el Coneval calculó que el costo de la canasta básica alimentaria usado en la medición de la pobreza extrema aumentó 6% en el mismo periodo. Al respecto, agregó que mantener el poder adquisitivo de la población y proteger a las clases más vulnerables debe ser la prioridad. Uno señaló que la tendencia de la inflación subyacente muestra una débil conexión entre la dinámica de precios y la posición cíclica de la economía, lo que es preocupante. Otro comentó que diversas medidas de tendencia de la inflación subyacente muestran persistencia o inclusive una tendencia al alza. Añadió que, en virtud de la desaceleración de la actividad económica, no se observan en este momento presiones de demanda sobre los precios y que ello, junto con el comportamiento del tipo de cambio, sugiere que la trayectoria reciente de la inflación subyacente es explicada fundamentalmente por choques de oferta, derivados del impacto indirecto de los precios de los alimentos y de la energía, y del comportamiento de los salarios, a lo que habría que agregar cierto grado de inercia en la evolución del índice subyacente. Un miembro apuntó que no deben apresurarse conclusiones sobre la persistencia de la inflación subyacente, ya que no puede descartarse que esta se deba a la confluencia de choques de oferta, que eventualmente se desvanecerán. Respecto del componente no subyacente, la mayoría mencionó que se elevó de 5.47% a 6.08% de marzo a abril, reflejando, en parte, que a partir de la segunda quincena de febrero de 2019 se revirtió la tendencia descendente de la tasa de variación de los precios de los energéticos.

En cuanto a las expectativas de inflación, la mayoría mencionó que recientemente aumentaron las correspondientes a la inflación general para el corto y mediano plazos. Algunos señalaron que esto obedeció al aumento reciente de la inflación general

y de algunos de sus componentes. No obstante, uno consideró que aquellas para el cierre de 2019 han venido a la baja después de repuntar a finales del año, pasando de una mediana de 3.90% en noviembre, a una de 3.60% en marzo y de 3.70% en abril. Otro detalló que entre febrero y abril la mediana de las expectativas de inflación general para 2020 se mantuvo en 3.60%. Respecto de las expectativas de inflación general para el largo plazo, la mayoría expuso que estas permanecieron sin cambio. En cuanto a las expectativas para la inflación subyacente, la mayoría apuntó que aumentaron para el corto y mediano plazos. Uno añadió que entre febrero y abril la mediana de dichas expectativas pasó de 3.50% a 3.56% para 2019 y de 3.48% a 3.50% para 2020. Uno consideró que la mediana de las correspondientes al cierre de 2019 no ha mostrado grandes variaciones en los últimos meses, manteniéndose relativamente estable alrededor de 3.50%. Otro alertó que las expectativas de inflación subyacente de largo plazo han ido convergiendo hacia las de la inflación general en los últimos años. En suma, la mayoría afirmó que todas las expectativas se encuentran visiblemente por encima de la meta permanente de 3%, precisando uno que esto ya se ha venido observando por un largo periodo. Algunos recalcaron que las expectativas de inflación de los analistas para todos los plazos se ubican por encima de lo anticipado por el Banco de México. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la mayoría señaló que después de haber presentado una tendencia descendente, la prima por riesgo inflacionario de mediano y largo plazos aumentó recientemente, permaneciendo en niveles elevados. Uno consideró que esto apunta a un nuevo aumento de los riesgos inflacionarios en el mediano y largo plazos.

Algunos miembros mencionaron que los aumentos registrados en la inflación general y subyacente y la evolución de sus determinantes podrían dar lugar a una revisión de sus trayectorias previstas. Uno de ellos resaltó que las trayectorias futuras se han tornado más inciertas. Otro señaló que, aunque se prevé que la inflación general reinicie una tendencia a la baja en el segundo semestre de 2019, se espera que la convergencia a la meta de 3% sea más lenta de lo anticipado y añadió que parece difícil alcanzar dicha meta en el primer semestre de 2020. En contraste, otro indicó que en ausencia de otros choques, es factible estar muy cerca del objetivo de 3% hacia el primer semestre de 2020 dado que la evolución reciente de la inflación ha sido conforme o incluso mejor a lo previsto. Al respecto, puntualizó que la inflación general anual promedio durante el primer trimestre de 2019 estuvo en línea con el pronóstico del último Informe Trimestral.

Respecto de los riesgos para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Añadió que la inflación podría verse afectada en caso de presentarse mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, o si se observa un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global, o en caso de que se deterioren las finanzas públicas. Adicionalmente, la mayoría coincidió en que, dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores. Algunos opinaron que una fuente de posibles presiones salariales son los compromisos laborales suscritos en el marco del acuerdo comercial alcanzado en Norteamérica (T-MEC). Algunos destacaron que en ciertos sectores las revisiones salariales ya han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos y afectaciones en el empleo formal. Algunos mencionaron que la información disponible apunta a que las revisiones salariales podrían estar presionando a la inflación subyacente, especialmente a través de los precios de bienes y servicios intensivos en mano de obra. Por su parte, uno consideró que si bien aún es prematuro evaluar con la información disponible el efecto faro que pudiesen tener los incrementos del salario mínimo sobre otros salarios y posteriormente sobre el nivel de precios, es importante vigilar la capacidad de absorción de la economía, para asegurar que estos aumentos no generen presiones inflacionarias adicionales. Indicó que analizar este fenómeno es complejo debido a las características del mercado laboral, en el que los incrementos en el salario mínimo afectan principalmente a los deciles de ingresos bajos y al sector informal. Alertó que el análisis se complica más por el incremento extraordinario del salario mínimo en la frontera norte, el cual podría contaminar las negociaciones de salarios contractuales, no solo en empresas de dicha región, sino también en el resto del país. Adicionalmente, resaltó que el incremento en los precios de los servicios turísticos es preocupante, ya que al ser intensivos en trabajo están más expuestos a los aumentos salariales, por lo que se podría estar percibiendo un efecto traspaso no deseable. Otro destacó que hasta ahora no hay evidencia de que los aumentos en los salarios mínimos a nivel nacional y en la frontera se hayan traducido en presiones inflacionarias significativas. Expuso que en el caso de la frontera norte, donde estas presiones podrían haber sido mayores, la inflación ha sido incluso inferior a la del resto del país.

Algunos agregaron el riesgo de que la persistencia de la inflación subyacente pudiera propiciar una mayor resistencia a disminuir en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Uno señaló que la dinámica reciente de la inflación subyacente implica la materialización de algunos de los riesgos al alza que se habían venido mencionando. Por último, algunos resaltaron el riesgo de que la ampliación en las condiciones de holgura no se traduzca en menores presiones sobre la inflación, dados los elementos que han estado presionando a la inflación subyacente al alza. Como riesgos a la baja mencionaron la posibilidad de que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, y que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. Uno consideró que, en su opinión, dicho balance se encuentra relativamente estable. Argumentó que los riesgos han disminuido en relación con los que se tenían a inicios de año, entre otros factores debido a que las mejores condiciones financieras globales implican menores presiones sobre el tipo de cambio y, eventualmente, sobre la inflación. Además, añadió que se anticipan precios estables de los energéticos, debido a la política de fijación de precios de la nueva administración. La mayoría señaló que, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Así, la mayoría coincidió en que en un entorno de marcada incertidumbre, persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto de su pronóstico.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, la mayoría señaló que la cotización de la moneda nacional se apreció respecto de los niveles observados durante la última decisión de política monetaria, si bien ha presentado mayor volatilidad. Algunos mencionaron que las condiciones de operación en el mercado cambiario apuntan a un funcionamiento ordenado del mismo. La mayoría comentó que los relativamente elevados diferenciales de tasas de interés entre México y otras economías han contribuido al buen desempeño del peso mexicano. Respecto de las tasas de interés, indicó que recientemente aumentaron, principalmente las de mediano y largo plazos, lo cual estuvo asociado al recrudescimiento de las tensiones comerciales que afectaron a los mercados financieros internacionales. Algunos añadieron que los datos de inflación por encima de lo esperado también contribuyeron a dicha alza. A pesar de lo anterior, uno de ellos resaltó que las condiciones de operación en el mercado de instrumentos de renta fija

se encuentran en niveles adecuados. Otro apuntó que el mercado accionario mostró un aumento marginal durante este periodo. Algunos profundizaron en el comportamiento de los mercados financieros nacionales y analizaron su evolución en un periodo más amplio, particularmente desde el último trimestre de 2018. Uno de ellos sostuvo que es útil dividir el análisis en dos periodos. Expuso que en el primero, que va de octubre a la primera mitad de diciembre de 2018, la moneda mexicana presentó una depreciación importante, mientras que las tasas de interés de los bonos gubernamentales, las primas de riesgo y el índice accionario tuvieron un comportamiento negativo. Recalcó que ello se dio como resultado de una fortaleza generalizada del dólar ante la perspectiva de un mayor apretamiento monetario en Estados Unidos, así como de una mayor incertidumbre natural debido al inicio de una nueva administración federal y a algunas decisiones controvertidas de política pública. Mencionó que durante el segundo periodo, que va de la segunda semana de diciembre a la fecha, el peso mexicano ha sido una de las monedas con mejor desempeño. Agregó que las tasas de interés de los bonos gubernamentales y las primas de riesgo disminuyeron, mientras que el mercado accionario retomó una tendencia positiva. Notó que esta mejoría se debió, en parte, a los factores internacionales ya mencionados, pero también a que la incertidumbre natural asociada a la entrada de una nueva administración federal ha ido disipándose conforme se han tomado algunas decisiones clave. Entre ellos destacó el T-MEC, la disciplina fiscal contenida en el paquete económico 2019, la negociación exitosa con los tenedores de bonos del Nuevo Aeropuerto Internacional de México y el combate al robo de combustible. Consideró que todo ello parece haber contribuido a restablecer, al menos parcialmente, un ambiente de mayor confianza y certidumbre. Así, indicó que los riesgos para los mercados financieros nacionales han venido a la baja. Otro miembro puntualizó que la evolución positiva de estos mercados se ha dado a pesar de la incertidumbre asociada al anuncio de nuevas medidas de política pública. La mayoría coincidió en que persisten riesgos que podrían afectar la evolución de los mercados financieros nacionales, sobresaliendo la incertidumbre en el entorno externo y los riesgos sobre las perspectivas crediticias de Pemex y de la economía mexicana en general. Uno subrayó que la incertidumbre y los factores de riesgo que prevalecen aún tienen a los activos nacionales cotizando con un descuento o prima de riesgo adicional respecto del comportamiento que han tenido en los últimos años o respecto de las calificaciones crediticias vigentes.

La mayoría advirtió que el entorno actual sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo

plazos que podrían afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. Destacó que es particularmente importante que además de continuar con una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Uno señaló la importancia de promover la adopción de nuevas tecnologías, fortalecer el capital humano, reducir las brechas de oportunidades y generar los incentivos necesarios para el crecimiento y el desarrollo. En este contexto, la mayoría mencionó que es particularmente relevante que se cumplan las metas fiscales del Paquete Económico para 2019 y que es indispensable fortalecer el Estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. Profundizando sobre las finanzas públicas, un integrante consideró que ha aumentado la preocupación de que se presente un faltante de ingresos públicos debido, principalmente, a menores ingresos petroleros. Advirtió que este problema podría agravarse por la desaceleración económica y los menores ingresos tributarios derivados del apoyo a Pemex. Recalcó que en el presente ejercicio, diversos factores podrían presionar a las finanzas públicas, entre los que destacan: i) la expectativa de menores ingresos, sin considerar la disminución de ingresos tributarios por el apoyo a Pemex; ii) la necesidad de reducir el gasto de Pemex; y iii) el incremento en el costo de la deuda pública, que incluso podría aumentar más durante el resto del año en función del comportamiento del riesgo soberano y la prima de inflación. Finalmente, advirtió que la reasignación del gasto público ha sido en detrimento de la inversión pública, lo que aunado a la atonía de la inversión privada, tiene efectos adversos no solo sobre la actividad económica en el corto plazo sino también en el mediano y largo plazos, al afectar la productividad y el crecimiento potencial. Otro manifestó que cumplir con las metas fiscales implica en el corto plazo atender oportunamente las presiones derivadas de la evolución de la producción petrolera, de los apoyos a Pemex y de un crecimiento económico menor al previsto. En este sentido, la mayoría señaló que es preocupante la disminución persistente en la producción petrolera, que ha propiciado ingresos petroleros menores a los programados, restando margen de maniobra al gobierno federal para implementar sus proyectos prioritarios y alcanzar sus metas fiscales para 2019 y 2020.

Profundizando sobre la situación de Pemex, la mayoría mencionó que los esfuerzos del gobierno federal para apoyar a esta empresa, como los

recientes acuerdos para disminuir su carga fiscal y refinanciar su deuda, si bien van en la dirección correcta, es necesario resolver los problemas de fondo. Añadió que esta compañía presenta problemas estructurales y que es esencial que no solo presente un plan de negocios creíble y funcional, que no perjudique el frágil balance fiscal del gobierno federal, sino que además ofrezca una solución permanente. En este contexto, destacó que su calificación crediticia constituye un factor de riesgo para los mercados financieros nacionales y para la economía del país. Un miembro subrayó que es importante que las acciones que se adopten contribuyan a generar confianza y anclen de mejor manera las perspectivas para la economía mexicana. Otro resaltó que según los expertos, el rendimiento en proyectos de exploración y producción es mucho mayor al de los de refinación. Además, agregó que ni Pemex ni el gobierno federal cuentan con los recursos para realizar las inversiones requeridas. Argumentó que es necesario promover la inversión privada en el sector, así como ofrecer a las empresas certeza jurídica en sus contratos y mejorar el gobierno corporativo de Pemex. Algunos mencionaron los riesgos asociados a la decisión de construir la refinería de Dos Bocas. Uno apuntó que el gobierno federal ha tenido que realizar ajustes al gasto público para 2019, lo que podría comprometer la inversión física en Pemex. Finalmente, otro subrayó que los cuestionamientos en los mercados sobre la solvencia de la Institución, la fortaleza de las finanzas públicas y las posibles repercusiones sobre la economía van a continuar en tanto no exista un modelo de negocios para Pemex que abra la perspectiva de una recuperación de la producción de petróleo y una Institución financieramente viable en el largo plazo.

Adicionalmente, un integrante recalcó que en los últimos años la economía y la formación de precios han enfrentado choques considerables, tanto externos como internos, por lo que las posturas fiscal y monetaria tuvieron que reforzarse. Aseveró que contar con una sólida postura macroeconómica contribuye a propiciar un ajuste ordenado en la economía y a que la inflación alcance su meta, y brinda el espacio necesario para que se adopten las acciones necesarias para promover mayor certeza y confianza. Al respecto, opinó que es necesario tratar de evitar que la desaceleración económica se combine con la adopción de políticas que pudieran afectar la formación de precios, manteniendo a la inflación presionada y por encima de su meta.

Todos consideraron que la postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria. No obstante, la mayoría

expresó preocupación por la persistencia que muestra la inflación subyacente. Uno afirmó que el aumento reciente de esta refleja los retos para consolidar su convergencia a niveles de 3%. Otro comentó que la expectativa de una postura monetaria más acomodaticia de la Reserva Federal reduce la presión para sincronizar la política monetaria de México con la de Estados Unidos, dando mayor margen de maniobra al Banco de México. Sostuvo que le permite enfocarse en su objetivo prioritario de estabilidad de precios y además atender sus finalidades referentes a la estabilidad financiera, e incluso enfocarse en el posicionamiento de la economía en torno a su ciclo económico. Al respecto, señaló que la política monetaria solo puede influir en el ciclo económico alrededor de la tendencia de crecimiento de largo plazo, más no puede incidir en la tendencia misma. Consideró que la contribución más importante de la política monetaria al desarrollo económico es procurar la estabilidad de precios, que es condición necesaria para un crecimiento económico sostenido, pero está lejos de ser una condición suficiente.

La mayoría coincidió en que la evolución de las expectativas de inflación es un factor importante a considerar en la conducción de la política monetaria. Uno señaló que a pesar de la postura monetaria restrictiva, los analistas estiman que no habrá una disminución significativa de la inflación subyacente en los próximos dos años, anticipando una trayectoria marcadamente por arriba de los pronósticos del Banco de México. Comentó que ante la reducción de la inflación a inicios de año, se ajustaron a la baja las expectativas de inflación para el cierre de año, y diversos analistas anticipaban que el Banco de México empezaría un ciclo de relajamiento monetario. Sin embargo, tal como el Instituto Central lo advirtió en su momento, no era claro que dicha trayectoria a la baja fuera sostenible en el corto plazo, tal como lo mostró el repunte reciente de la inflación. Además, enfatizó que la postura monetaria no solo depende de la evolución de una variable. Subrayó que aunque el aumento en la tasa de inflación anual de abril no debería haber causado sorpresa, la mayoría de los analistas no lo anticipó y terminó por revisar al alza sus expectativas para el cierre de año. Consideró que lo anterior sugiere que un giro hacia una comunicación más acomodaticia en el anuncio de política monetaria pasado hubiera sido muy prematuro. Sin embargo, recalcó que el incremento previsto en la inflación general para el segundo trimestre del año es un fenómeno temporal, que puede deshacerse siempre

y cuando se mantenga la postura monetaria actual el tiempo suficiente para asegurar que la inflación observada y sus expectativas converjan claramente a la meta permanente de inflación, tal y como se ha proyectado.

Por su parte, un miembro mencionó que el aumento en las expectativas de la inflación subyacente de largo plazo es difícil de explicar en un contexto en que la inflación ha venido a la baja, las expectativas de corto plazo han permanecido relativamente estables y los riesgos para la inflación han disminuido. En este sentido, comentó que el tono del comunicado de la decisión de política monetaria es un instrumento de política económica y que, cuando los agentes privados tienen información imperfecta sobre el estado de la economía, utilizan la información que el Banco Central les proporciona para configurar sus creencias respecto de dicho estado. Argumentó que el tono de las comunicaciones del Instituto Central puede constituir un mecanismo de coordinación o de confirmación de las creencias de los agentes privados. Consideró que el tono en los últimos tres comunicados ha sido relativamente pesimista y han enfatizado los potenciales riesgos al alza para la inflación, lo que podría ser una de las razones detrás de los aumentos recientes en las expectativas de inflación de corto y largo plazos. Otro miembro argumentó que el comportamiento de estas expectativas no está relacionado con un mensaje pesimista del Banco Central sobre la trayectoria de la inflación, ya que los pronósticos que se publican están basados en criterios objetivos y hasta el último Informe Trimestral estimaban la convergencia de la inflación a su meta en el primer semestre de 2020.

La mayoría señaló que el entorno actual presenta un panorama complejo y disyuntivas para la política monetaria. Argumentó que, si bien el debilitamiento de la actividad económica y la ampliación de las condiciones de holgura deberían atenuar las presiones inflacionarias, aún existen importantes riesgos que podrían elevar la inflación. Algunos miembros sostuvieron que el Banco Central debe estar vigilante de la evolución de la economía para que el mantenimiento de una postura restrictiva no se prolongue demasiado. Uno de ellos advirtió que lo anterior podría generar mayor holgura, apreciar excesivamente el tipo de cambio real, dar lugar a presiones a la baja en la actividad exportadora y atraer flujos de capital volátiles que, a la larga, podrían aumentar la inestabilidad y vulnerabilidad en el mercado cambiario. Mencionó que, ante un balance de riesgos para inflación estable, el ciclo

alcista de las tasas de interés debería darse por terminado, a menos que ocurriera algo extraordinario. No obstante, reconoció que es importante que el Banco de México emita una señal clara de prudencia y de compromiso con el cumplimiento de su mandato prioritario. Opinó que para que la decisión de política monetaria contribuya a la consecución del objetivo de inflación y a mantener la estabilidad financiera, el tono del comunicado de esta decisión debe ser más neutral que el de los anteriores, contribuyendo así a anclar las expectativas. Consideró que debe resaltarse que la inflación se ha comportado conforme a lo esperado por el Banco Central, que se prevé que el objetivo de inflación se alcance en el futuro cercano y que los riesgos para la inflación han disminuido. Otro sostuvo que es fundamental que el comunicado de política monetaria enfatice que, a pesar del debilitamiento de la actividad económica, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado en un entorno de marcada incertidumbre interna y externa. La mayoría alertó sobre los riesgos de relajar la postura de política monetaria prematuramente, en un entorno donde: i) la inflación general y subyacente han aumentado, y ii) la trayectoria futura de estos indicadores contempla presiones adicionales y se ha tornado más incierta. Uno comentó que ello podría conducir a una mayor volatilidad en los mercados financieros nacionales, deshacer los avances logrados en el otorgamiento de mejores salarios reales e incluso propiciar un ambiente macroeconómico menos favorable para un crecimiento económico sostenido. Otro indicó que si bien la proyectada brecha negativa del producto debería contribuir a atenuar las presiones inflacionarias, existe el riesgo de que los choques de oferta sobre la inflación, y en particular las tendencias que se están observando en materia salarial, den lugar a un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, especialmente en un entorno de aumentos en las expectativas de corto plazo para la inflación general y una persistente tendencia al alza de las de largo plazo para la subyacente. Enfatizó el riesgo de que se observe un comportamiento inercial de la inflación subyacente. Observó que a lo anterior hay que agregar la importancia de extremar precauciones ante los retos que pueden surgir en una situación de alta incertidumbre interna y externa. Algunos apuntaron que bajo estas circunstancias, un relajamiento de la postura de política monetaria o un mensaje prematuro en esta dirección validarían las expectativas de inflación antes señaladas, darían lugar a cuestionamientos respecto del compromiso con la meta de inflación y afectarían la credibilidad

del Banco Central. Uno de ellos señaló que esto incluso podría tener un efecto adverso sobre la actividad económica, ya que seguramente se vería reflejado en ajustes al alza de las tasas de interés de largo plazo. Algunos agregaron que la postura monetaria actual debe mantenerse por el tiempo que sea necesario para garantizar la convergencia de la inflación, y uno de ellos especificó que este es el único camino para que comiencen a descender las expectativas de inflación. La mayoría indicó que el Instituto Central debe estar preparado para responder en la medida en que se requiera para alcanzar dicha convergencia y consideró que ante el ambiente de incertidumbre externa e interna el Banco de México debe mantener una postura firme y cautelosa.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Si bien la inflación general y la subyacente han aumentado, se considera que esto es transitorio y que la postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Por ello, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en un nivel de 8.25%. Tomando en cuenta los retos que se enfrentan para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno 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, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el 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, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de mantener la tasa de interés interbancaria a un día en un nivel de 8.25%.

5. VOTOS DISIDENTES

En contra del comunicado. Gerardo Esquivel Hernández

Si bien estuve de acuerdo con la decisión de mantener constante el objetivo para la tasa de interés interbancaria, no coincido con el comunicado que informa sobre dicha decisión. En concreto, difiero tanto del tono restrictivo del mismo como de la conclusión alcanzada sobre el balance de riesgos para la inflación. Parto del hecho de que la inflación observada a lo largo de 2019 se ha comportado de acuerdo (o incluso mejor) a lo previsto a fines de 2018. Considero además que el reciente cambio en la postura monetaria de varios países desarrollados, así como la notoria desaceleración de la actividad económica del país, permitían emitir un comunicado con un tono más neutral. Me preocupa en particular el hecho de que las expectativas de inflación y las primas por riesgo inflacionario estén aumentando a pesar del comportamiento relativamente favorable de la inflación en 2019. No es del todo improbable que estas expectativas estén siendo afectadas por la propia comunicación del banco central. Difiero también del énfasis en el aumento del salario mínimo como un riesgo al alza en la inflación. A cinco meses de dicho aumento, no existe ninguna evidencia convincente de que esto esté ocurriendo en la realidad.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

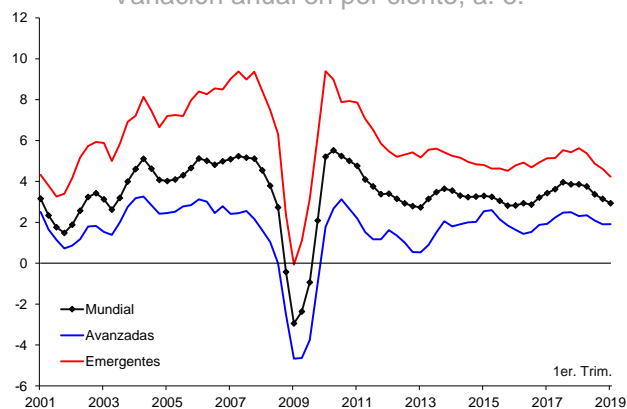
A.1.1. Actividad económica mundial

Desde la segunda mitad de 2018, se ha observado una tendencia de desaceleración de la actividad económica mundial, si bien esta presentó una moderada recuperación en el primer trimestre de 2019 en algunas de las principales economías como Estados Unidos, Reino Unido, la zona del euro y China, en gran medida asociada a factores de corta duración (Gráfica 1). Si bien algunos de los riesgos para el crecimiento de la economía mundial se redujeron como resultado, entre otros factores, del fortalecimiento de la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías adoptarán una postura monetaria más acomodaticia y del anuncio de nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario por parte de China, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja. Entre los riesgos destacan los efectos del agravamiento reciente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de que estas se extiendan a otras regiones, la posibilidad de que se prolongue la atonía en el crecimiento de algunas de las principales economías, que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y que se intensifiquen algunos de los riesgos políticos y geopolíticos.

En Estados Unidos, durante el primer trimestre de 2019 la actividad económica se expandió 3.2% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de haber registrado un crecimiento de 2.2% durante el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 2). Este repunte se debió a la fuerte expansión de las exportaciones netas y de la inversión en inventarios. En contraste, el crecimiento de la demanda interna se moderó, reflejando una desaceleración del gasto en consumo privado y de la inversión fija de los negocios, aunque los indicadores más recientes apuntan a una recuperación de estos componentes en el segundo trimestre del año. Para el mediano plazo, continúa esperándose una moderación del crecimiento de esa

economía a medida que se desvanezcan los efectos de los estímulos fiscales implementados en ese país en diciembre de 2017.

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

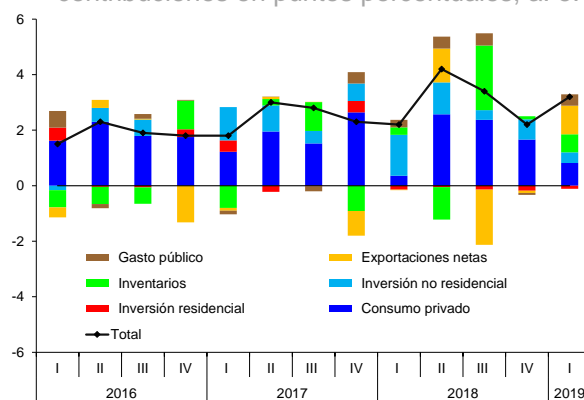


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El cálculo del PIB para el 1T 2019 incluye estimados para algunos países. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.5% del PIB mundial medido por la paridad de poder de compra.

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

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

La producción industrial de Estados Unidos se contrajo 0.5% a tasa mensual en abril, después de haber avanzado 0.2% en marzo. Este retroceso estuvo asociado a las caídas en la producción del sector de electricidad y gas, de 3.5% mensual, así como a la contracción en la actividad manufacturera, de 0.5%. En particular, el mal desempeño de la producción manufacturera ha sido prácticamente generalizado, reflejando los efectos de la debilidad

de la demanda global, la apreciación del dólar y la moderación de la demanda interna de ese país. Adicionalmente, indicadores prospectivos, tales como el componente de nuevos pedidos del Índice del Sector Manufacturero (ISM), continúan sugiriendo que la debilidad de la producción manufacturera pudiera extenderse en el corto plazo.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó apretándose a principios de 2019. En marzo y abril se generaron 226 mil nuevas plazas en promedio, reflejando un ritmo mayor al requerido para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral. Además, la tasa de desempleo disminuyó nuevamente, pasando de 3.8% en febrero a 3.6% en abril, con lo que alcanzó su nivel más bajo en casi cinco décadas. Adicionalmente, indicadores como la tasa de apertura de nuevas plazas y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo también sugieren un mayor apretamiento del mercado laboral. En este contexto, los salarios siguieron registrando cierto aumento.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se recuperó moderadamente, al pasar de una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.9% durante el cuarto trimestre de 2018 a una de 1.5% durante el primer trimestre de este año, reflejando una relativa fortaleza de la demanda interna, a su vez apoyada por la elevada confianza de los consumidores, por las condiciones monetarias acomodaticias y por los estímulos fiscales. Lo anterior contrarrestó la debilidad de la demanda externa y los efectos negativos, más prolongados a lo anticipado, de factores idiosincrásicos en algunas economías y sectores en la región. No obstante, indicadores prospectivos, tales como el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y la confianza de los negocios, sugieren que la debilidad de algunas economías podría extenderse al segundo trimestre. A pesar de ello, el mercado laboral siguió mostrando condiciones de apretamiento. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó de 7.8% en febrero a 7.7% en marzo.

En Japón, los indicadores disponibles al primer trimestre del año sobre ventas al menudeo, pedidos de capital, producción industrial e importaciones apuntan a un debilitamiento de la demanda interna. Por su parte, algunos indicadores prospectivos sugieren que la actividad seguirá siendo relativamente débil en el segundo trimestre. En este

contexto, el mercado laboral continuó apretado, al aumentar la tasa de desempleo de 2.3% en febrero a 2.5% en marzo debido fundamentalmente al incremento en el número de renuncias voluntarias, mientras que la tasa de apertura de nuevas plazas en relación a las solicitudes de empleo se mantuvo en los niveles más elevados de los últimos 46 años.

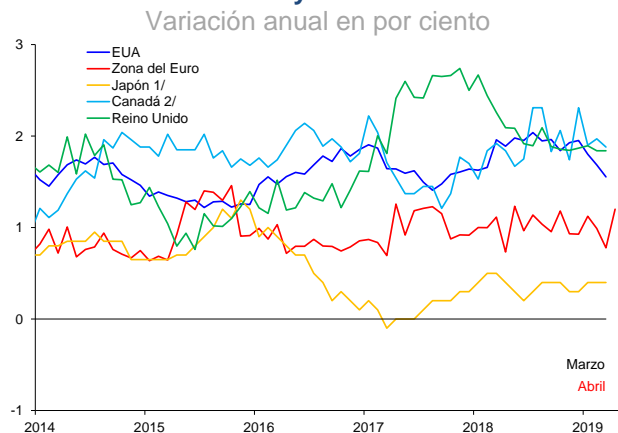
En las economías emergentes, el desempeño de la actividad económica durante el primer trimestre ha sido heterogéneo. Por una parte, se observó una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía china, reflejando los efectos de las medidas de estímulo económico adoptadas desde finales de 2018, entre las que destacan los recortes a impuestos y el mayor gasto en infraestructura. Por otra parte, algunas de las economías emergentes, tales como Rusia, Hungría, Rumania, India, Taiwán y Sudáfrica, continuaron moderando su ritmo de expansión e, incluso, algunas de ellas mostraron contracciones.

Los precios internacionales de las materias primas registraron una tendencia mixta durante las últimas semanas. Por una parte, durante la mayor parte de abril los precios del crudo aumentaron como resultado de diversos factores, tales como el cumplimiento de los recortes acordados en las cuotas de producción entre los países miembros de la OPEP; la caída en la producción en Irán, Libia y Venezuela por el agravamiento de conflictos internos y externos en esos países; así como por el anuncio de Estados Unidos de reimponer las sanciones a las compras de crudo producido por Irán a partir de mayo. Sin embargo, hacia finales de abril los precios disminuyeron ante las garantías de algunos productores, particularmente Arabia Saudita, de que aumentarían su producción en caso de que se registrara un desequilibrio en la oferta de crudo. Adicionalmente, el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China durante mayo contribuyó al ajuste a la baja de los precios del crudo. Por otra parte, los precios de los metales industriales mostraron una caída ante la incertidumbre en los mercados financieros y la perspectiva de un menor dinamismo de la actividad económica global. Por último, los precios de los granos disminuyeron por un incremento en la oferta a nivel mundial ante un mejor desempeño al esperado de las cosechas de invierno y las condiciones climatológicas favorables.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Si bien la inflación general en la mayoría de las economías avanzadas mostró un repunte ante el alza en los precios de la energía, la inflación subyacente disminuyó en varias de ellas (Gráfica 3). En Estados Unidos, la inflación subyacente medida por el deflactor del gasto en consumo personal se moderó de una tasa anual de 1.7% en febrero a una de 1.6% en marzo como resultado, en parte, de las disminuciones asociadas a factores transitorios y cambios metodológicos que afectaron rubros importantes como vestimenta y ciertos servicios financieros. Por su parte, en la zona del euro la inflación subyacente aumentó debido al efecto aritmético del cambio en la Semana Santa entre 2018 y 2019 en los precios de ciertos paquetes turísticos, mientras que en Japón el incremento se debió, en parte, a la introducción de nuevos modelos de aparatos electrodomésticos. En ambos casos la inflación, al igual que las expectativas derivadas de instrumentos financieros, se mantiene muy por debajo de las metas de sus bancos centrales. En este entorno, se fortaleció la expectativa de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas adoptarán una postura monetaria más acomodaticia (Gráfica 4). Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, la inflación se ubicó cerca de la meta de sus respectivos bancos centrales y en algunos casos incluso por debajo de esta.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente

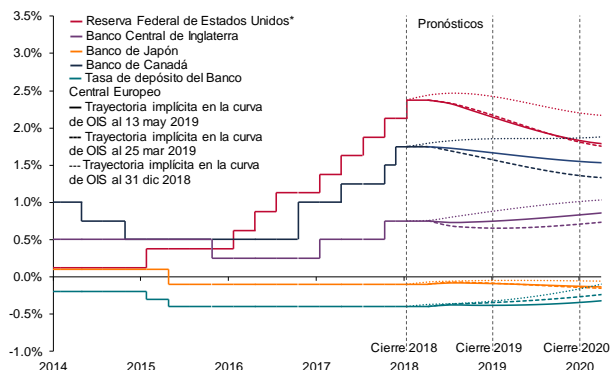


1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

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

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

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



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

Fuente: Bloomberg.

En su reunión de mayo, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 2.25 y 2.5%. En su comunicado, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) expresó que, si bien el crecimiento del PIB del primer trimestre fue mayor a lo anticipado, el gasto en consumo privado y la inversión fija bruta se desaceleraron. Además, advirtió que la inflación, tanto general como subyacente, ha disminuido y se encuentra por debajo de su objetivo de 2%, al tiempo que reiteró que será paciente en la determinación de ajustes futuros a su tasa de interés de referencia. Por otra parte, aunque recientemente muchos de sus miembros han externado preocupación por la baja inflación, el Presidente de esa Institución caracterizó la reciente disminución de ese indicador como aparentemente transitoria, por lo que consideró que la postura de política monetaria actual continúa siendo apropiada y que por ahora no existen fundamentos sólidos para determinar el rumbo de la tasa de interés de referencia. En este contexto, los futuros de la tasa de fondos federales continúan sugiriendo un recorte en la tasa de interés de referencia de 25 puntos base en 2019 y uno adicional en 2020.

En su reunión de abril, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio la tasa de referencia en 0%, la tasa de depósitos en -0.4% y la de préstamos en 0.25%. Respecto a su guía futura, reiteró que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta finales de 2019. El BCE confirmó que continuará invirtiendo los vencimientos de los bonos de su balance durante un periodo largo

posterior a un eventual incremento en su tasa de referencia e indicó que los detalles del programa de operaciones de financiamiento de largo plazo (LTRO III) se darán a conocer en las siguientes reuniones. Además, ese banco central ha reiterado que cuenta con suficientes instrumentos para alcanzar sus objetivos, al tiempo que ha señalado que analizará la necesidad de medidas para mitigar los efectos adversos que las tasas de interés negativas pudieran tener en la intermediación bancaria.

En su reunión de abril, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Además, ese banco central modificó su guía futura de tasa de interés, señalando que no alcanzará su meta de inflación de 2% antes de marzo de 2022 y que mantendrá las tasas de interés de corto y largo plazo en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en su reunión de abril. Además, reiteró su lenguaje respecto de la trayectoria esperada de dicha tasa, al señalar que las condiciones actuales apuntan a que la tasa objetivo se mantendrá por debajo de su nivel neutral, cuya estimación revisó a la baja en 25 puntos base, a un rango de entre 2.25% y 3.25%. Adicionalmente, esa Institución ajustó a la baja sus estimados de crecimiento para 2019, destacando que se mantendrá vigilante de la evolución del gasto de los hogares, el mercado petrolero y las políticas comerciales a nivel global. En este entorno, los instrumentos de mercado reflejan la perspectiva de que no se observe ningún movimiento de tasa en los próximos dos años.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% en su reunión de mayo, destacando que el desempeño de la actividad económica ha sido mejor al que esa Institución había anticipado debido a la fortaleza del consumo y la mayor acumulación de inventarios, lo que parece haber contrarrestado la debilidad de la inversión fija derivada de la mayor incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. En su último reporte de inflación, esa Institución elevó sus proyecciones de crecimiento de 1.2 a 1.5% para 2019, de 1.5 a 1.6% para 2020, y de 1.9 a 2% para 2021, debido, en gran parte, a la expectativa de condiciones financieras menos restrictivas. Respecto a su política monetaria, reiteró que, aunque la postura más apropiada sigue siendo la de un alza gradual y limitada en la tasa de interés de referencia, esta se ajustará en la dirección que se

requiera. En particular, destacó que ello dependerá de las condiciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea y de su impacto en la oferta y demanda agregada y en el tipo de cambio.

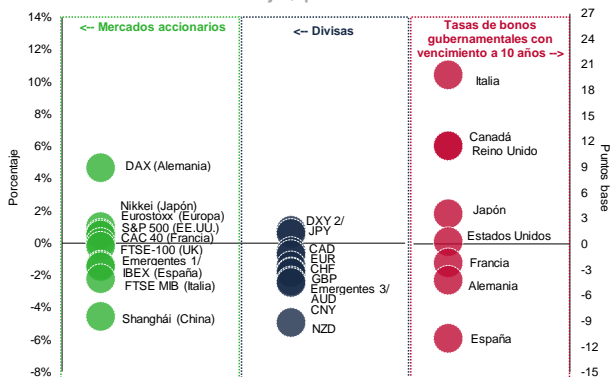
En la mayoría de las economías emergentes, los bancos centrales se abstuvieron de modificar su postura de política monetaria, aunque con ciertas excepciones. Por un lado, el banco central de China adoptó medidas para relajar las condiciones financieras mediante la reducción de los requerimientos de reservas a las instituciones bancarias e inyecciones de liquidez a través de operaciones de mercado abierto, al tiempo que los bancos centrales de India, Malasia y Filipinas disminuyeron su tasa de interés de referencia.

Durante el mes de abril, los mercados financieros mostraron un comportamiento positivo, sustentado principalmente en la perspectiva de que los principales bancos centrales adopten una política monetaria más acomodaticia en el futuro previsible. Adicionalmente, se moderaron algunos factores de riesgo asociados al temor de una desaceleración abrupta de la actividad económica en China y una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea.

No obstante lo anterior, durante la primera quincena de mayo los mercados financieros revirtieron el buen desempeño observado desde finales de marzo, debido primordialmente al escalamiento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, el cual se reflejó en los anuncios recíprocos de aumentos de tarifas sobre diversos productos por parte de esos dos países. Adicionalmente, han resurgido ciertos riesgos geopolíticos, específicamente aquellos relacionados con las pruebas de misiles de Corea del Norte y con la continuación del Acuerdo Nuclear de Irán.

De tal modo, desde la última reunión de política monetaria en México, los índices accionarios de diversos países presentaron cambios mixtos, destacando la caída de las bolsas en China. Por su parte, las tasas de interés de bonos gubernamentales en las economías avanzadas presentaron pocos cambios, al tiempo que el dólar se apreció frente a la mayoría de las divisas, apoyado por tasas de interés más elevadas que en otros países, por el mejor desempeño relativo de la economía estadounidense, así como por la búsqueda de activos de refugio tras el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China (Gráfica 5).

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 25 de marzo de 2019 al 13 de
mayo de 2019
 Porcentaje, puntos base

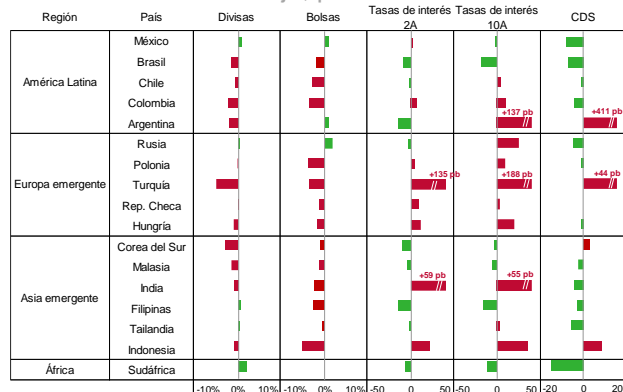


1/ Índice MSCI de países emergentes incluye a 24 países.
 2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y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

En general, los activos de economías emergentes registraron pérdidas a medida que aumentó la aversión por activos de riesgo (Gráfica 6). En particular, algunas economías siguieron siendo afectadas por factores idiosincrásicos, destacando los casos de Argentina y Turquía, lo que se reflejó en una depreciación de sus divisas, incrementos en sus tasas de interés y un repunte en el riesgo por incumplimiento crediticio.

En este contexto, persisten importantes factores de incertidumbre que pudieran detonar una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y un deterioro adicional de las expectativas de crecimiento económico global. En particular, sobresalen la posibilidad de una desaceleración más pronunciada de la actividad económica, un mayor deterioro en la relación bilateral entre China y Estados Unidos, el riesgo de expansión de las tensiones comerciales a otras regiones, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, un ritmo de normalización de la política monetaria menos gradual a lo esperado y un escalamiento de los riesgos políticos y geopolíticos.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes a
partir del 25 de marzo de 2019
 Porcentaje, puntos base



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

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

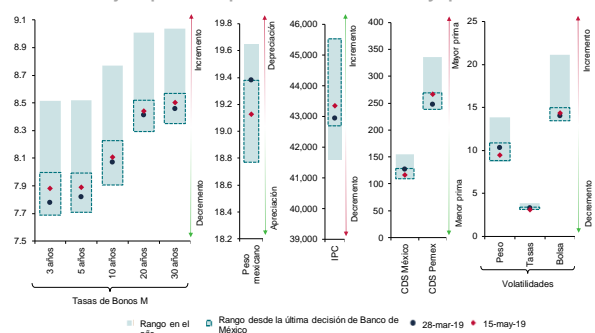
Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en nuestro país mostraron un comportamiento diferenciado por tipo de activo. Por un lado, la cotización de la moneda nacional frente al dólar mostró una apreciación de 1.32%, ubicándose en niveles de 19.12 pesos por dólar, en un entorno en el que las condiciones de operación se mantuvieron relativamente estables. Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos de hasta 32 puntos base, principalmente en los instrumentos de corto y mediano plazo. Finalmente, el mercado accionario mostró durante el periodo un aumento marginal de 0.92%, aunque entre finales de abril y las primeras semanas de mayo destacó la racha negativa que acumuló el principal indicador.

Así, la moneda nacional destacó en términos relativos como una de las que tuvo el mejor desempeño entre sus pares de países emergentes, lo cual se explica fundamentalmente por la postura de política monetaria más apretada relativa a las de los otros bancos centrales. Sin embargo, durante el periodo se presentó mayor volatilidad, lo cual estuvo asociado a la mayor aversión al riesgo a nivel global que se generó a partir de la incertidumbre comercial alrededor de la negociación comercial entre Estados Unidos y China.

Por su parte, las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron ordenadas, registrando buenos niveles de liquidez y de profundidad (Gráfica 7). Asimismo, las condiciones prospectivas implícitas en las opciones de tipo de cambio, medidas a través de la volatilidad y el sesgo a la depreciación, también registraron una mejora respecto a las observadas hace algunos meses (Gráfica 8).

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

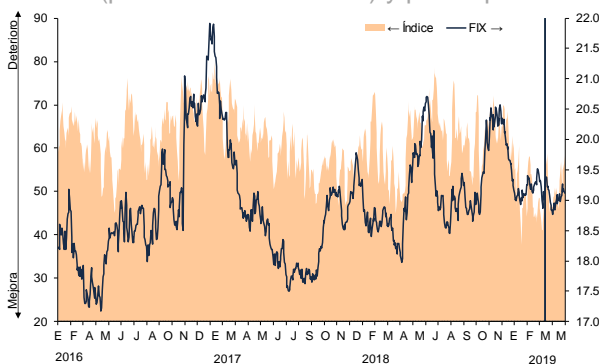
Porcentaje, pesos por dólar, índice y puntos base



Nota: Para la volatilidad del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1) de los movimientos diarios en toda la curva desde 2007. Para la volatilidad de la bolsa se considera el Vimex publicado por MexDer.
Fuente: Elaboración de Precios 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 fecha de la última decisión de política monetaria del Banco de México.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de Reuters.

Finalmente, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras mostraron ajustes a la baja. Para el cierre de 2019 estas se modificaron de 20.10 a 19.85 pesos por dólar, en tanto que para el cierre de 2020 se ajustaron de 20.15 a 20.00 (Gráfica 9).

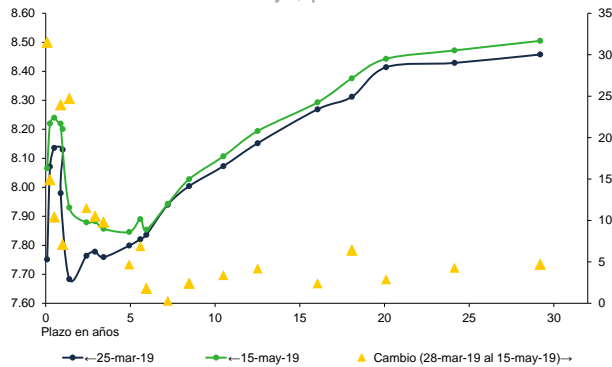
Gráfica 9
Expectativas de Tipo de Cambio a Cierre de cada Trimestre por Analistas
Pesos por dólar



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

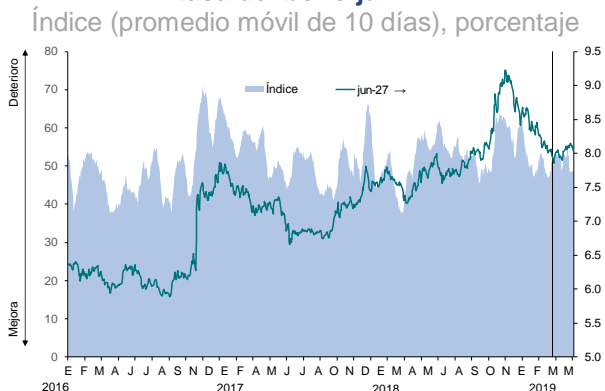
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron incrementos de hasta 32 puntos base, principalmente en aquellas para horizontes de mediano y largo plazos (Gráfica 10). Este comportamiento negativo reflejó, en parte, la mayor incertidumbre comercial generada en los mercados internacionales que se tradujo en una mayor aversión al riesgo. Sin embargo, los movimientos observados en la curva de rendimientos de los valores gubernamentales también estuvieron asociados a las recientes cifras de inflación en México, así como a la reacción del mercado después de la publicación del comunicado de política monetaria correspondiente a marzo por parte de Banco de México, el cual fue interpretado con un tono más restrictivo respecto a lo que el mercado anticipaba. Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación en este mercado se mantuvieron estables durante el periodo de análisis (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

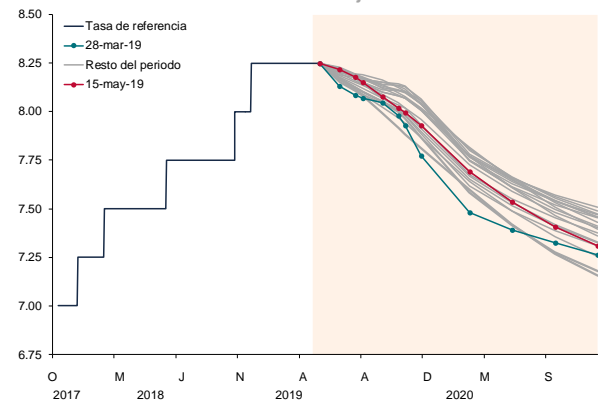


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los 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 un ajuste al alza respecto de los niveles observados en el periodo anterior (Gráfica 12). En este sentido, el mercado no anticipa cambios en la tasa de referencia para la decisión de mayo, misma expectativa que la de los analistas del sector privado encuestados por Citibanamex. En cuanto a las expectativas de la tasa de referencia de política monetaria para el cierre de 2019, el mercado anticipa que la tasa de interés finalice en 8.00%, en línea con la mediana de los economistas.

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

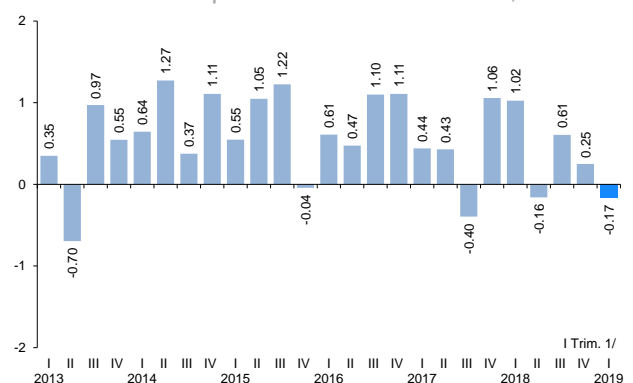


Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el primer trimestre de 2019 la actividad económica en México mostró una contracción respecto del último trimestre de 2018, acentuándose así la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo (Gráfica 13). Dicho comportamiento se puede atribuir tanto a la moderación del crecimiento de la economía global, como un mayor deterioro de la demanda interna, ampliado por algunos factores de carácter transitorio que se suscitaron durante el trimestre tales como los problemas de distribución de gasolina, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Matamoros.

Gráfica 13
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



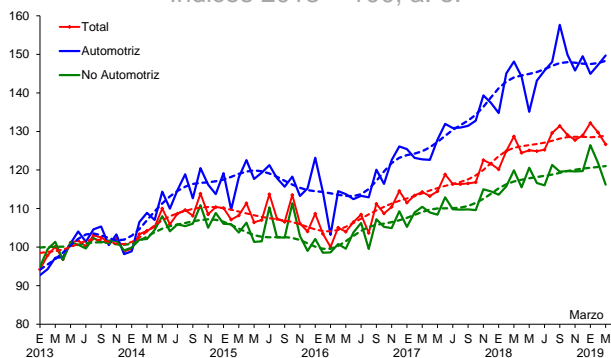
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2019 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Respecto del desempeño de la demanda externa, a finales del primer trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras mostraron una desaceleración, en un contexto de pérdida de dinamismo del comercio mundial y de persistencia de tensiones comerciales. En particular, en febrero y marzo se registraron retrocesos como reflejo, principalmente, de contracciones en las exportaciones no automotrices, si bien las automotrices exhibieron atonía (Gráfica 14). Por destino de las exportaciones, tanto las dirigidas a Estados Unidos, como las canalizadas al resto del mundo, siguieron registrando un débil desempeño.

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



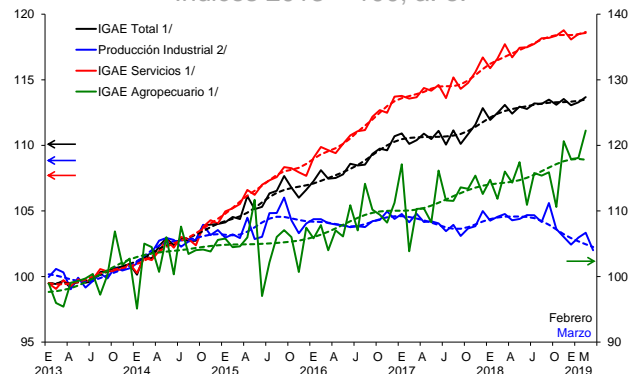
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información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

Con relación a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, a principios de 2019 el consumo privado mostró una desaceleración respecto del dinamismo observado durante la mayor parte de 2018. En particular, se observó un menor ritmo de crecimiento del consumo de servicios, lo cual puede asociarse con la afectación temporal que los problemas de abasto de gasolina ocasionaron en algunos sectores, tales como los de transporte, alojamiento y restaurantes. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como las ventas de las industrias manufactureras en el mercado nacional –las cuales tienen una alta correlación con el consumo de bienes de origen nacional–, y los ingresos en empresas comerciales al por menor han exhibido una incipiente recuperación con relación al bajo desempeño observado durante la segunda mitad de 2018. En

contraste, las ventas de vehículos ligeros continuaron mostrando debilidad. Por su parte, en febrero de 2019, la inversión fija bruta revirtió parcialmente el repunte mostrado en el mes anterior, con lo que continúa exhibiendo atonía, sobre todo en el componente de maquinaria y equipo.

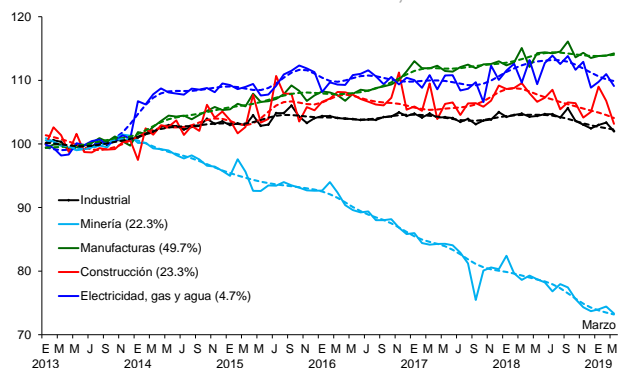
Por el lado de la producción, el retroceso de la actividad económica en el primer trimestre de 2019 fue reflejo de la contracción tanto de las actividades secundarias, como de las terciarias, acentuándose así el débil desempeño que la producción industrial ha venido exhibiendo por varios años e interrumpiendo el dinamismo que los servicios mostraron durante 2018 (Gráfica 15). En particular, las manufacturas siguieron presentando atonía, al tiempo que el gasto en construcción mantuvo la tendencia negativa observada durante la mayor parte de 2018 (Gráfica 16). A su vez, persistió la trayectoria a la baja de la minería, si bien hacia finales del primer trimestre del año se observó cierta estabilización de la plataforma de producción petrolera. Por su parte, la desaceleración de las actividades terciarias puede asociarse con cierta debilidad de la demanda interna, en parte derivada de los factores de carácter transitorio previamente mencionados. En particular, en el bimestre enero – febrero de 2019 se registró un débil desempeño en diversos servicios más relacionados con el consumo –tales como los de esparcimiento; de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas, y al de transporte e información en medios masivos–.

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



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

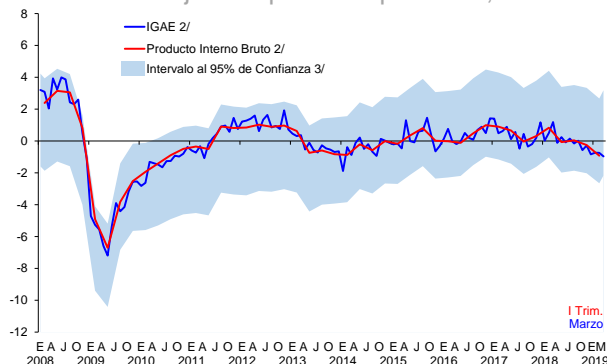
Gráfica 16
Actividad Industrial
Índices 2013 = 100, a. e.



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

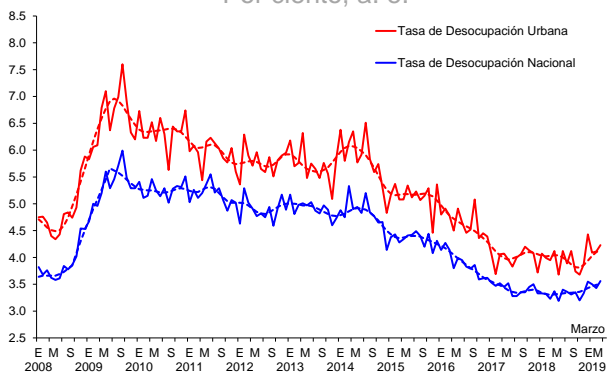
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura se relajaron hacia finales de 2018 y en el primer trimestre de 2019 (Gráfica 17). Respecto de la evolución del mercado laboral, en el trimestre enero – marzo de 2019 tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, se ubicaron por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2018, presentando una incipiente tendencia al alza (Gráfica 18). Asimismo, se continuó observando una desaceleración en el ritmo de crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. En particular, en marzo de 2019 se presentó la primera caída mensual de dicho indicador con datos desestacionalizados desde 2009. Por su parte, a principios de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron mostrando una trayectoria creciente, en buena medida, como reflejo de incrementos en las remuneraciones medias reales que, en diversos sectores, rebasaron las ganancias en productividad (Gráfica 19).

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



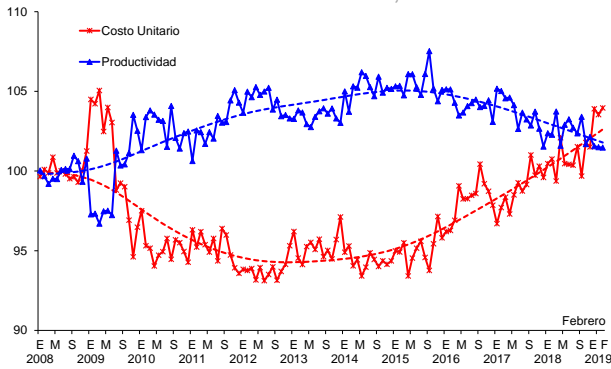
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2019 y del IGAE implícito a marzo de 2019, congruente con dicha cifra oportuna.
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 2008 = 100, a. e.



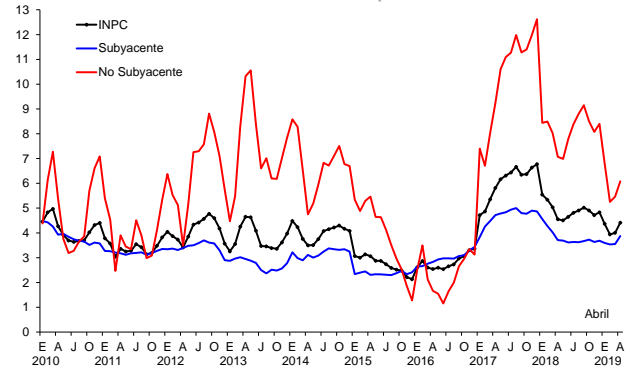
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Durante el primer trimestre de 2019, el financiamiento interno al sector privado no financiero mostró un ritmo de expansión mayor al registrado al cierre del año previo, apuntando a un incipiente cambio de tendencia en su crecimiento con respecto a la desaceleración observada en la segunda mitad del 2018. A su interior, el saldo del financiamiento a las empresas privadas mantuvo su ritmo de crecimiento respecto del último trimestre de 2018, en tanto que el crédito a los hogares tuvo una variación real anual mayor a la del trimestre previo. En cuanto a las tasas de interés, aquellas correspondientes al financiamiento a las empresas no presentaron cambios significativos respecto del trimestre previo. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017, en tanto que las tasas de interés del segmento de crédito al consumo han permanecido prácticamente sin cambios durante el mismo periodo, con excepción de las de tarjetas de crédito, que han presentado incrementos. Con respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo han registrado una tendencia a la baja desde agosto de 2018, si bien continúan en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre marzo y abril de 2019, la inflación general anual aumentó de 4.00 a 4.41%, en buena medida debido al incremento en la inflación subyacente, si bien la no subyacente también aumentó (Gráfica 20 y Cuadro 1). En efecto, del aumento de 41 puntos base que registró la inflación general anual durante este periodo, 25 se deben a la inflación subyacente y 16 a la no subyacente.

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

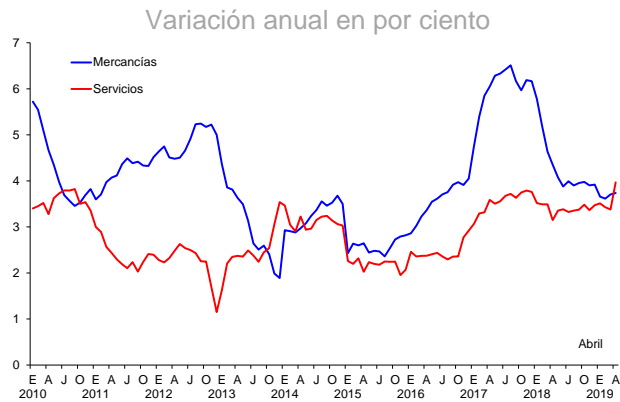


Fuente: Banco de México e INEGI.

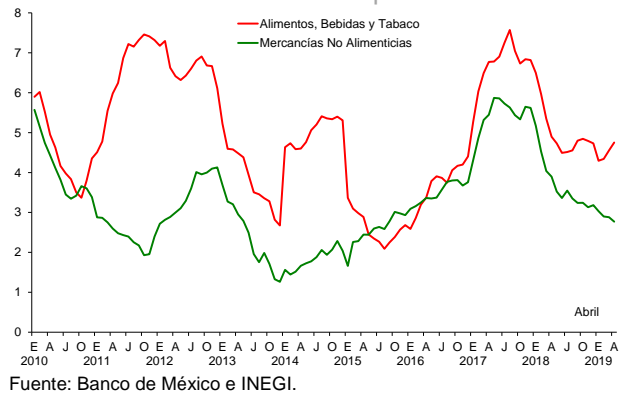
La inflación subyacente anual aumentó de 3.55% en marzo a 3.87% en abril. Así, este indicador continúa mostrando resistencia a disminuir, al tiempo que se siguen percibiendo riesgos asociados a su comportamiento. Ello relacionado a algunos insumos, como los precios de materias primas e incrementos salariales, que podrían llegar a generar presiones de costos. En este periodo, la variación anual de los precios de las mercancías presentó un ligero incremento (Gráfica 21), si bien a su interior se observó un comportamiento diferenciado (Gráfica 22). Por una parte, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias siguió presentando incrementos, en tanto que la de las no alimenticias continuó disminuyendo. A su vez, la tasa de variación anual de los precios de los servicios aumentó entre los meses mencionados influida, en parte, por el efecto calendario, derivado de que este año el periodo vacacional de Semana Santa tuvo lugar en abril, mientras que en 2018 ocurrió en

marzo. No obstante, destaca que aun eliminando dicho efecto calendario, se observaría un incremento en la variación anual del subíndice de precios de los servicios, además de que diversos servicios de alimentación, de transporte y de esparcimiento han venido registrando tasas de variación anual en sus precios superiores a 5% y, en algunos casos, crecientes. Así, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles elevados y recientemente se ha incrementado.

Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios

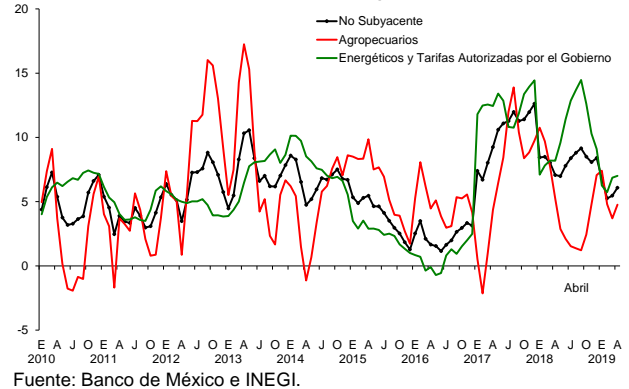


Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías



En lo referente a la inflación no subyacente anual, esta se incrementó de 5.47 a 6.08% entre marzo y abril. Este resultado se asocia, principalmente, a las mayores tasas de variación anual en los precios de varios productos agropecuarios, así como de energéticos, como el gas L.P. y la electricidad. (Gráfica 23 y Cuadro 1).

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



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 particular, destaca que entre febrero y abril, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 se ajustó al alza, de 3.65 a 3.70%, en tanto que la correspondiente al cierre de 2020 se mantuvo en 3.60%. A su vez, las medianas del componente subyacente correspondientes al cierre de 2019 y de 2020 aumentaron 6 y 2 puntos base, respectivamente, para ubicarse en 3.56 y 3.50%. Lo anterior ocasionó que las expectativas implícitas para el componente no subyacente al cierre de 2019 y 2020 pasaran de 4.11 a 4.13% y de 3.97 a 3.91%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general de mediano plazo (próximos 4 años) aumentó de 3.50 a 3.55%, mientras que la correspondiente a horizontes de más largo plazo (próximos 5 a 8 años) se mantuvo estable en 3.50%. Cabe destacar que las medianas para los componentes subyacentes de mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.50 y 3.40%, respectivamente, luego de que esta última se ubicara en 3.30% durante la mayor parte de 2018. De esta forma, las expectativas para la inflación, tanto general como subyacente, permanecen en niveles visiblemente 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) se mantuvieron en niveles cercanos a 3.50%, en tanto que la prima por riesgo inflacionario aumentó ligeramente.

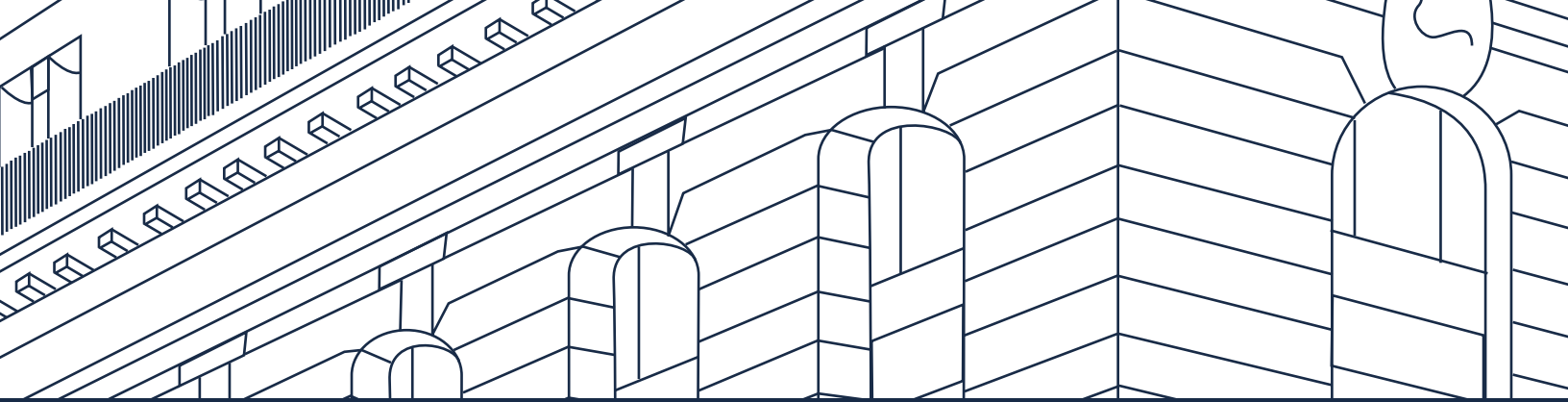
La evolución de la inflación se encuentra sujeta a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. De igual forma, que se observen mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, especialmente en aquellos en los que los precios internacionales se han visto presionados al alza. También, que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global o que se deterioren las finanzas públicas. Asimismo, que dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores, de hecho en algunos de ellos, estas han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada, evitando así que la ampliación en las condiciones de

holgura se traduzca en menores presiones sobre la inflación. En este mismo sentido, la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir. Como riesgos a la baja se encuentran el que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. También, que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. De esta forma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Por tanto, en un entorno de marcada incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico.

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

Concepto	Febrero 2019	Marzo 2019	Abril 2019
INPC	3.94	4.00	4.41
Subyacente	3.54	3.55	3.87
Mercancías	3.61	3.71	3.74
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.34	4.56	4.75
Mercancías No Alimenticias	2.90	2.88	2.77
Servicios	3.43	3.38	3.97
Vivienda	2.62	2.68	2.78
Educación (Colegiaturas)	4.84	4.84	4.84
Otros Servicios	4.02	3.79	4.98
No Subyacente	5.25	5.47	6.08
Agropecuarios	4.80	3.70	4.77
Frutas y Verduras	10.68	9.65	10.19
Pecuarios	0.77	-0.21	1.38
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	5.73	6.86	7.01
Energéticos	6.57	8.15	8.58
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.43	3.45	3.52

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 30 de mayo de 2019

