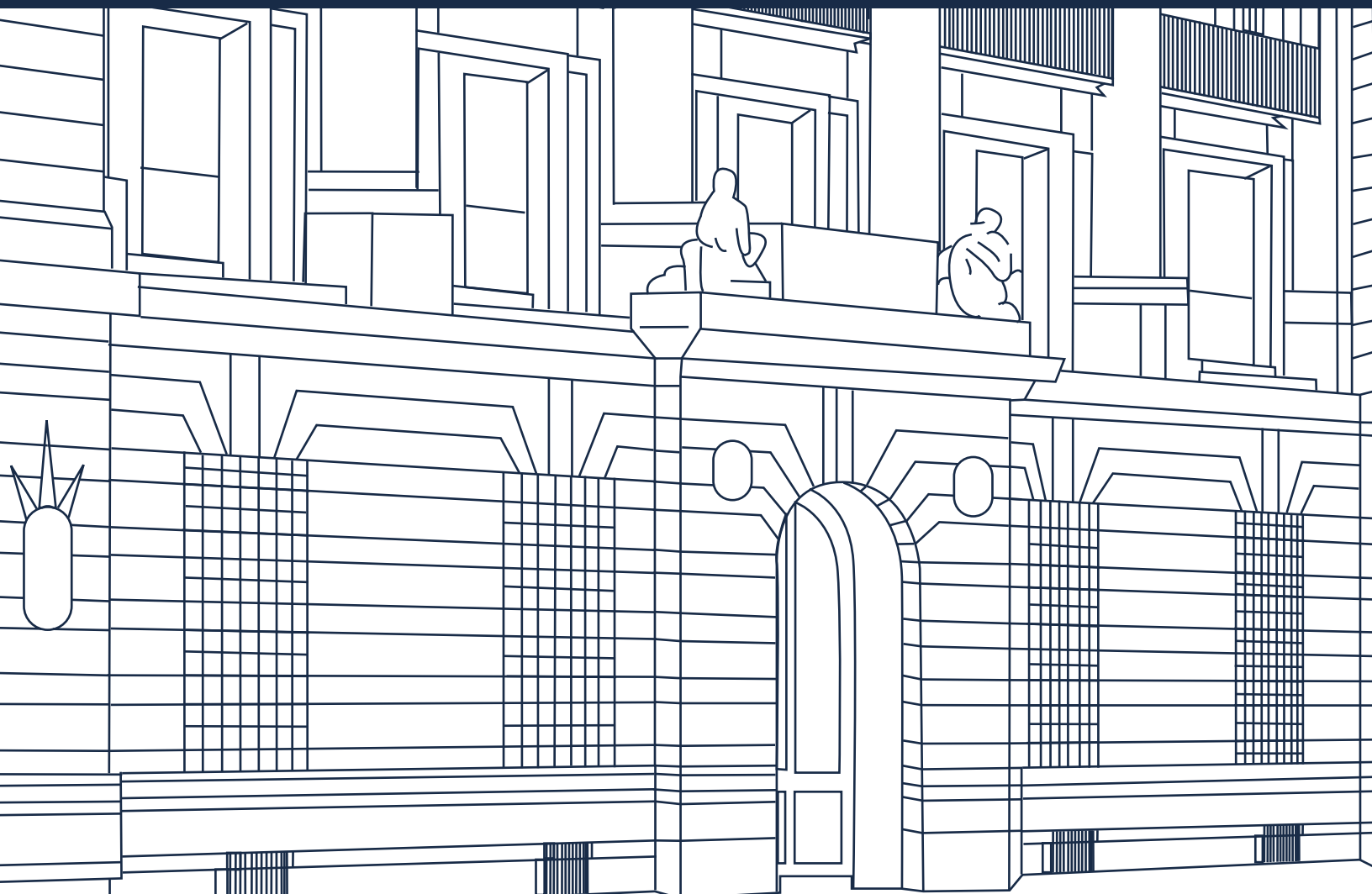




BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 69

Reunión de la Junta de Gobierno del Bancode México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 15 de agosto 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:** 14 de agosto de 2019.

### **1.3. Asistentes:**

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.  
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.  
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.  
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.  
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.  
Arturo Herrera Gutiérrez, Secretario de Hacienda y Crédito Público.  
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.  
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

Todos los miembros señalaron que durante el segundo trimestre del año se desaceleró la actividad económica mundial, reflejando una menor expansión en las principales economías avanzadas y emergentes. En este sentido, la mayoría agregó que dicha desaceleración ha sido generalizada y mayor a la anticipada. Mencionó que se presentaron tensiones entre Estados Unidos y otras economías tanto en materia comercial, como asociadas a temas migratorios, tecnológicos y aspectos de política cambiaria. Destacó que los rubros que han resentido en mayor grado este entorno son el comercio mundial, la producción manufacturera, la inversión y la confianza de los negocios. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, apuntó que estas se han revisado nuevamente a la baja para 2019 y 2020.

La mayoría resaltó que los riesgos que enfrenta el crecimiento global aumentaron, por lo que el balance de riesgos se ha deteriorado. Subrayó que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento en las disputas comerciales; ii) una salida desordenada

del Reino Unido de la Unión Europea; y, iii) riesgos políticos y geopolíticos. Adicionalmente, un miembro consideró como riesgo episodios de estrés financiero en economías emergentes, mientras que otro añadió la posibilidad de una desaceleración pronunciada de la economía China.

Profundizando sobre las economías avanzadas, un miembro mencionó que en Estados Unidos la producción industrial, las exportaciones, así como las importaciones han permanecido relativamente estancadas desde finales de 2018. Añadió que lo anterior ya se empieza a reflejar en la creación de empleo, si bien esta permanece en niveles aceptables. Otro consideró que la actividad en dicha economía ha comenzado a resentir los efectos del agravamiento de las tensiones comerciales, especialmente en la actividad manufacturera y en la inversión corporativa. Algunos señalaron que diversos indicadores sugieren la posibilidad de una desaceleración económica que, en un caso extremo, pudiera llegar a ser una recesión. Sobre la zona del euro, uno de ellos indicó que el crecimiento del PIB en el primer semestre ha sido menor con respecto a años anteriores y que los indicadores de confianza empresarial y de gerentes de compras acentuaron sus caídas, destacando el caso de Alemania.

La mayoría señaló la ausencia de presiones inflacionarias generalizadas a nivel global, y apuntó que, en parte, esto ha sido consecuencia del debilitamiento de la actividad y de los menores precios de las materias primas, destacando uno de ellos el precio de los energéticos. La mayoría mencionó que en el caso de las principales economías avanzadas, tanto la inflación general como la subyacente continúan en niveles por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Al respecto, uno subrayó que se prevé que estas se mantengan así por un tiempo prolongado. En este sentido, la mayoría añadió que las expectativas para la inflación siguen deprimidas e, inclusive, se han deteriorado en algunas economías de este grupo. Un miembro expresó que se mantienen diferencias entre la inflación de bienes y la de servicios, los cuales se mantienen en expansión, fortaleciendo al mercado laboral. Agregó que esta situación se ha caracterizado por una ausencia de presiones inflacionarias, a pesar de los aumentos en las revisiones salariales recientes. Profundizó sobre los diversos factores que han mantenido la inflación estructuralmente baja y con una menor respuesta a la menor holgura laboral en las economías avanzadas. Al respecto, mencionó el cambio tecnológico y la incorporación a la globalización de

países abundantes en mano de obra, argumentando que esto ha contribuido a mayores ganancias en productividad y ha llevado a mercados más competidos, propiciando menores presiones inflacionarias. Con respecto a la inflación en economías emergentes, otro miembro comentó que la ausencia de presiones inflacionarias se manifiesta en la tendencia a la baja de su inflación subyacente.

Todos los miembros apuntaron que ante un entorno de mayor incertidumbre, desaceleración económica global y menores presiones inflacionarias —en la mayoría de los casos en niveles inferiores a sus metas—, un amplio número de bancos centrales han adoptado posturas monetarias más acomodaticias. Un miembro resaltó que algunos bancos centrales han recortado sus tasas de referencia incluso en magnitudes mayores de lo previsto, y otro destacó el fuerte cambio de dirección de la política monetaria a nivel global durante los últimos ocho meses. La mayoría señaló que los bancos centrales de economías avanzadas están analizando la posibilidad de implementar medidas no convencionales adicionales. En cuanto a la Reserva Federal, todos los miembros indicaron que en su reunión de julio recortó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base y adelantó la terminación de la reducción de su balance y uno destacó que esto se dio en condiciones de mayor incertidumbre. Algunos recalcaron que en sus comunicaciones dejó claro que este ajuste no implica el inicio de un ciclo de relajamiento, si bien no descartó la posibilidad de futuros ajustes en caso de ser requeridos. Un miembro añadió que persiste diferencia entre las expectativas de mercado y lo declarado por algunos miembros de la Reserva Federal, y otro destacó que a pesar de la solidez de la economía y del mercado laboral, la Reserva Federal recortó de manera preventiva sus tasas. En este sentido, uno destacó que el mercado contempla una reducción adicional de 50 y 25 puntos base en 2019 y 2020, respectivamente. Por su parte, todos los miembros mencionaron que si bien el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio su tasa de referencia, modificó la guía sobre su trayectoria futura de tasas de interés hacia una postura más acomodaticia y anunció que considerarán medidas adicionales de relajamiento monetario. Algunos mencionaron que diversas economías emergentes también han tomado acciones de relajación monetaria, destacando los casos de Brasil, Chile, Rusia, Corea del Sur e India, entre una amplia lista de países. Uno consideró que aquellos bancos centrales de economías emergentes que no han modificado su tasa de interés han restringido en

términos relativos su postura monetaria, mientras que otro argumentó que las reducciones observadas han generado inquietudes entre analistas sobre el inicio de una posible guerra de divisas.

La mayoría mencionó que se han presentado episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales asociados a las tensiones entre Estados Unidos y China y a la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías. Un miembro señaló que el sentimiento de aversión al riesgo y de búsqueda de activos de refugio generó en semanas previas caídas importantes en los mercados accionarios, disminuciones en los rendimientos de los bonos de economías avanzadas, los cuales llegaron a niveles históricamente bajos, y una apreciación generalizada del dólar. Otro apuntó la disminución de las tasas en todos los plazos, tanto en economías avanzadas como en emergentes. Otro destacó que, ante la perspectiva de mayor relajamiento monetario, las primas de riesgo de la mayoría de los países permanecieron sin cambios o se redujeron. Otro miembro detalló que en el caso de Estados Unidos se han presentado considerables revisiones a la baja en la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro en todos sus plazos. Adicionalmente, argumentó que el comportamiento reciente de los mercados ante las mayores tensiones comerciales ha propiciado importantes afectaciones, especialmente en países y regiones integradas al comercio mundial, y con episodios de volatilidad en los mercados emergentes. Respecto de los flujos de capital hacia estas economías, algunos resaltaron que, si bien los flujos de inversión hacia sus mercados de deuda continúan registrando entradas, los mercados accionarios acumulan ya salidas por dieciséis semanas consecutivas, destacando uno de ellos las implicaciones negativas de los flujos de salida del mercado de renta variable para la valuación de las monedas y otros activos de estas economías.

La mayoría señaló que persisten riesgos que podrían afectar a los mercados financieros globales. En adición a los riesgos mencionados para el crecimiento mundial, uno enfatizó la posibilidad de periodos de inestabilidad política en Italia y otros países. Al respecto, otro resaltó que ante la intensificación o materialización de algunos de estos riesgos es posible anticipar que los bancos centrales de las principales economías actuarán para mejorar las condiciones financieras globales, tal como ha sucedido durante 2019. Por lo anterior, consideró que, a pesar de la incertidumbre global, el balance de riesgos para los mercados financieros globales se mantiene estable. En contraste, otro miembro

señaló que el escenario que se prevé, de un mayor relajamiento de las condiciones financieras, implica el riesgo de que las medidas de estímulo monetario sean de menor magnitud a lo previsto o bien insuficientes para contener una desaceleración de la actividad económica mayor a la anticipada, añadiendo los mayores desafíos para la estabilidad financiera que podrían resultar de un prolongamiento de la lasitud monetaria global.

Un miembro expresó que las economías emergentes también están sujetas a diversos factores de riesgo idiosincrático, y que en algunos casos, como el de México, dichos factores de riesgo han reforzado el impacto de la tendencia global de menor crecimiento, así como la incertidumbre que ha obstaculizado la inversión. Detalló que el entorno actual influye sobre estas economías de dos formas. Por un lado, mencionó la desaceleración del comercio mundial y los menores precios de las materias primas, que implican un deterioro en los términos de intercambio, propician un menor crecimiento económico y menores presiones inflacionarias. Por otro lado, indicó que estas economías se pueden ver afectadas por episodios de recomposición de flujos hacia los activos de menor riesgo, presionando sus monedas, sus primas de riesgo y sus tasas de interés. Como consecuencia, el entorno que enfrentan es complejo e incierto.

Todos los miembros señalaron que la información oportuna indica que en el segundo trimestre de 2019 continuó el estancamiento que la actividad económica en México ha venido registrando en los trimestres previos. Un miembro detalló que la estimación oportuna de crecimiento para dicho trimestre mostró la primera tasa anual negativa desde finales de 2009 y que la tasa trimestral promedio de los últimos cinco trimestres es de 0.04%. Algunos especificaron que la desaceleración fue mayor a la anticipada. Un miembro comentó que esta es mayor a la sugerida por la debilidad observada en la economía global, y otro añadió que es preocupante que ello se presente en una coyuntura de expansión de la economía estadounidense por encima de su potencial. Un miembro mencionó que los indicadores oportunos sugieren la posibilidad de una revisión a la baja en la cifra de crecimiento trimestral para el segundo trimestre del año. Destacó el debilitamiento del ciclo económico, ya que diversos indicadores calculados por el INEGI, como el Sistema de Indicadores Compuestos Coincidente y Adelantado (SICCA) y el Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores

Cíclicos (SIC), alcanzaron su punto más bajo en mayo de este año, y notó que dicho debilitamiento se extiende a la mayoría de los componentes de estos indicadores, lo que es consistente con una situación recesiva. Añadió que los últimos nueve meses muestran una ampliación de la brecha negativa respecto a su tendencia de largo plazo, lo cual también es consistente con la existencia de una recesión.

Todos subrayaron que el estancamiento de la actividad económica refleja una mayor debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada, destacando la desaceleración del consumo y la atonía de la inversión. Asimismo, un miembro destacó los retrasos en el ejercicio del gasto gubernamental. Respecto a la debilidad del consumo, otro destacó que el promedio de las variaciones porcentuales anuales en 2016 fue de 4.3%, en 2017 de 3.1% y en 2018 de 2.3%, y que el último dato, correspondiente a mayo de 2019, fue de 0%, puntualizando que el consumo de bienes duraderos ya registra variaciones anuales negativas. Otro miembro añadió que la medida de tendencia-ciclo del índice de consumo privado parece haber alcanzado un punto de inflexión a finales del año anterior sin corregir su dirección a la baja desde entonces. Otro señaló que esta debilidad se ha dado a pesar de que aún crece la recepción de remesas y la masa salarial. Con relación a la inversión, la mayoría mencionó que tanto la inversión pública como privada siguen mostrando una trayectoria a la baja, precisando uno de ellos que sus diversos componentes siguen claras tendencias negativas desde mediados de 2018. Al respecto, la mayoría destacó la fuerte caída en la construcción, y mencionó la reducción en la adquisición de maquinaria y equipo importado. Uno de ellos puntualizó que, utilizando datos ajustados por estacionalidad, la inversión en construcción registra niveles no vistos desde inicios de 2006. Con respecto a la demanda externa, la mayoría sostuvo que las exportaciones manufactureras mostraron un mejor desempeño en el segundo trimestre del año respecto al trimestre previo. Un miembro señaló que lo anterior es explicado por el dinamismo de la economía estadounidense, notando otro que esto se da a pesar de la desaceleración del comercio mundial.

Desde una perspectiva de mediano plazo, un miembro mencionó que preocupa la desaceleración secular en el ritmo de crecimiento del consumo privado que se ha registrado desde 2016. Asimismo, indicó que la inversión privada ha permanecido

estancada durante el mismo periodo y que en los últimos meses exhibe ya una tendencia negativa. Apuntó que el costo del financiamiento a hogares y empresas ha aumentado de manera constante desde 2016, y que el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. Puntualizó que si bien el consumo y la inversión responden a distintos determinantes, las tasas de interés representan un factor clave en su evolución. Consideró que lo anterior pone de manifiesto que el mecanismo de transmisión de la política monetaria restrictiva conlleva costos y que no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés elevada por un periodo prolongado. Por su parte, otro miembro expresó que la evolución de la inversión es preocupante. Señaló que después de permanecer estancada de mediados de 2015 a mediados de 2018, ha mostrado cada vez más una pronunciada tendencia a la baja, alcanzando recientemente niveles similares a los observados en julio de 2014. Añadió que este comportamiento, el cual afecta al crecimiento potencial, se deriva en parte del fuerte descenso que ha mostrado la inversión pública. Asimismo, agregó que la inversión privada se ha visto frenada por la elevada incertidumbre que prevalece en el país, en parte como resultado de factores externos, pero aparentemente en mayor medida por la insuficiente claridad de algunas políticas públicas y un entorno interno que se percibe, en general, desfavorable para la inversión. Al respecto, detalló que más de tres cuartos de los analistas del sector privado encuestados por el Banco de México consideran que la coyuntura actual no es favorable para realizar inversiones y que los principales obstáculos al crecimiento se vinculan a condiciones económicas internas, así como a problemas de gobernanza, entre ellos la incertidumbre sobre la situación política, y los problemas de inseguridad pública y de falta de Estado de derecho. Agregó que, en contraste, la relevancia asignada por los analistas a la política monetaria es mucho menor.

Por el lado de la oferta, la mayoría mencionó la debilidad que han mostrado los sectores industrial y de servicios. Un miembro enfatizó que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) muestra que la desaceleración ya está presente en todos los sectores. Profundizando sobre la actividad industrial, indicó que muestra una tendencia negativa desde mediados de 2018, lo que permite hablar ya de una recesión en este sector. Algunos subrayaron la contracción en las actividades primarias, mientras que un miembro puntualizó que

la construcción ha caído de manera más acelerada en los últimos meses.

Todos los miembros mencionaron que las expectativas de crecimiento para este año se han revisado a la baja. Algunos destacaron que la mediana de las expectativas de los analistas ha disminuido y que en las encuestas más recientes ya se ubica en 0.6%. Por su parte, la mayoría de los miembros indicó que es posible prever que el crecimiento del PIB en 2019 se ubicará con mayor probabilidad en un rango menor al previsto en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2019. En cuanto a las expectativas de crecimiento para el 2020, algunos notaron que también se han ajustado a la baja, precisando uno de ellos que el escenario más optimista ya apunta a un crecimiento menor a 2%. Un miembro mencionó que la información más oportuna permite anticipar que la inversión continuará a la baja. Otro señaló que indicadores de la demanda de dinero por motivos transaccionales, así como la pendiente de la curva de rendimientos, sugieren que la probabilidad de contracción económica en los próximos dos trimestres ha alcanzado un nivel similar al observado durante episodios pasados de caídas significativas en el producto.

Todos los miembros señalaron que, en un entorno de marcada incertidumbre, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. Uno indicó que dicho sesgo se ha ampliado respecto a decisiones anteriores. Algunos puntualizaron que el crecimiento está sujeto a riesgos externos e internos. Entre los primeros, además de los riesgos globales ya descritos, mencionaron la posibilidad de retrasos en la ratificación del T-MEC. Uno de ellos agregó el riesgo de que se presenten nuevas amenazas de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a México o que se complique la relación bilateral entre ambos países. Otro añadió el riesgo de una desaceleración en Estados Unidos en los próximos años y apuntó que este escenario enfatiza la urgencia de corregir los factores internos que desalientan el crecimiento. En cuanto a los riesgos internos, la mayoría destacó la persistencia del ambiente de incertidumbre que ha impactado a la inversión privada, derivado de decisiones de políticas públicas de la nueva administración y de preocupaciones por la inseguridad y corrupción. Otro enfatizó una mayor disminución en los ingresos públicos. Finalmente, un miembro destacó el riesgo de mantener una postura monetaria demasiado restrictiva.

La mayoría de los miembros comentó que las condiciones de holgura de la economía continuaron relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo. Con relación al mercado laboral, un miembro argumentó que este ha presentado un menor ritmo de generación de empleos, por lo que las brechas de desempleo han mostrado cierto relajamiento respecto a los niveles alcanzados en 2018. Al respecto, otro señaló que la lasitud de la actividad económica se ha reflejado en el comportamiento del mercado laboral, y de manera más clara sobre el empleo formal. Mencionó que si bien el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha aumentado en el último año, el incremento respecto del año anterior ha disminuido en más de 40% entre julio de 2018 y julio de 2019. Agregó que la tasa de desempleo ha mostrado un incremento moderado, pero acompañado de una mayor ocupación informal y aumentos en la tasa de subocupación. Añadió que no obstante el debilitamiento del mercado laboral, los indicadores más recientes siguen mostrando ajustes de las remuneraciones por encima de la productividad, lo cual podría estar repercutiendo en el empleo. Puntualizó que el impacto en el empleo formal ha sido particularmente agudo en la zona libre de la frontera norte, en donde el salario mínimo registró un incremento considerable. Por último, comentó que el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento para este año y el siguiente fortalece la expectativa de que durante este lapso continuará observándose una brecha negativa del producto, si bien menor a la estimada considerando la probable caída del crecimiento potencial. Por su parte, otro señaló que persiste el riesgo de que las condiciones de holgura se amplíen.

La mayoría mencionó que entre junio y julio, la inflación general disminuyó de 3.95 a 3.78%. Indicó que dicho comportamiento obedeció principalmente a una reducción del componente no subyacente, ya que el subyacente ha mantenido su persistencia. Uno puntualizó que la inflación anual viene mostrando una clara tendencia descendente desde septiembre de 2018 y que desde entonces ha disminuido más de 120 puntos base, y argumentó que un indicador de que la inflación no solo va a la baja, sino que el proceso de formación de precios se ha mantenido bajo control, es que la inflación general acumulada en lo que va del año es de solo 0.65%, la tercera cifra más baja para un periodo similar en lo que va del siglo. Aseveró que la evolución de la inflación ha sido mejor a lo pronosticado en meses anteriores tanto por el

Instituto Central, como por los analistas. Agregó que en el caso de estos últimos, en diciembre esperaban ver una inflación general acumulada al mes de julio de 1.19%, sin embargo esta ha sido apenas de poco más de la mitad. Resaltó que a pesar de ello, los analistas modificaron sus expectativas de inflación al alza y ahora esperan que la inflación cierre el año en 3.66%. Indicó que si las expectativas de inflación mensuales que se tenían en diciembre se hubieran mantenido constantes, la inflación que esperaría para el cierre de 2019 sería de 3.17%. Señaló que el ajuste al alza en sus expectativas es sorpresivo, ya que la inflación ha sido menor a la esperada y diversos riesgos para la inflación han disminuido.

Con respecto a la inflación no subyacente, la mayoría destacó que esta disminuyó entre junio y julio al pasar de 4.19 a 3.64%. Agregó que su dinámica reflejó especialmente menores incrementos en los precios de los energéticos así como de las frutas y verduras, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los productos pecuarios ha aumentado en el margen. Un miembro resaltó que la tasa acumulada en los primeros siete meses del año para la inflación no subyacente fue igual a -3.82%, la cifra más baja de los últimos 20 años. Respecto de la inflación subyacente, la mayoría señaló que ha mantenido su persistencia alrededor de 3.8%. En este contexto, algunos recalcaron que se ha mantenido en niveles relativamente elevados. Agregaron que debe reconocerse que todavía no muestra una trayectoria visiblemente convergente hacia el objetivo de 3%. Al respecto, uno de ellos mencionó que llama la atención su persistencia en los últimos 16 meses, tomando en cuenta el debilitamiento de la actividad económica y el comportamiento del tipo de cambio, que si bien acompañado de fluctuaciones, ha registrado una ligera depreciación en ese lapso. En este sentido, algunos concordaron en que su evolución parece estar determinada por choques de oferta, derivados del comportamiento de los salarios, de los precios de los alimentos y, hasta hace poco, de las cotizaciones de los energéticos. Uno de ellos destacó que en los dos últimos Informes Trimestrales, la inflación subyacente promedio para el tercer trimestre de 2019 se proyectaba en 3.4 y 3.6% y que la cifra correspondiente para el mes de julio fue de 3.82%, habiéndose ubicado alrededor de este nivel por un periodo prolongado. Finalmente, otro notó que las inflaciones subyacente y no subyacente ya se ubican dentro del rango de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de 3%.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación a diferentes plazos provenientes de encuestas y de los mercados financieros han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a la meta de 3%. Al respecto, un miembro destacó que ello se observa tanto para la inflación general como para la subyacente, y a pesar de una importante revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento económico. Agregó que la compensación por inflación derivada de instrumentos de mercado ha disminuido, pero continúa sugiriendo la persistencia de riesgos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos. Al respecto, otro indicó que los factores exógenos contenidos en el componente no subyacente, que probablemente repunten para alcanzar sus niveles históricos, pueden explicar que la prima por riesgo inflacionario todavía se mantenga en niveles relativamente altos. Por su parte, un miembro señaló que no puede descartarse que el tono pesimista de los comunicados recientes sea una de las razones detrás de la reciente alza en las expectativas de inflación.

La mayoría indicó que el escenario central para la inflación general podría presentar cierta mejoría, principalmente debido a menores presiones en la inflación no subyacente. Uno puntualizó que a pesar de que esta última es volátil, ante la desaceleración económica mundial se presentarían menores presiones sobre los precios de los energéticos y, en consecuencia, sobre la inflación no subyacente. Respecto de las perspectivas de la inflación subyacente, la mayoría señaló que se anticipa que comience a disminuir, al haberse desvanecido el choque derivado de los precios de los energéticos. Uno detalló que, a diferencia de lo ocurrido en 2017 y 2018, los precios de los energéticos han dejado de ser un factor determinante ante la nueva política de precios del gobierno y la disminución en los últimos meses de los precios internacionales del petróleo. La mayoría resaltó que la tendencia a la baja de la inflación subyacente estaría influida por la mayor holgura en la economía. Uno mencionó que el desvanecimiento de los choques en los precios relativos de los alimentos también contribuiría a una menor inflación subyacente. Otro añadió que dicho subíndice también se verá influido por los efectos de los salarios, que inciden con rezago. Al respecto, uno argumentó que el efecto de las presiones salariales está supeditado a los márgenes de utilidad de las empresas y las características intrínsecas de cada mercado. Indicó que entre mayor holgura exista en la economía y mayor competencia en cada sector, menos posibilidades habrá de que una

empresa transmita el incremento en sus costos laborales al consumidor y que, hasta ahora, la evidencia apunta a que la contaminación ha sido limitada y que estas presiones empiezan a disiparse. Uno consideró que se prevé que la inflación subyacente mantenga una trayectoria descendente hacia 3% en el horizonte de pronóstico. Otro miembro expresó que a su juicio el panorama para la inflación general y subyacente implica ligeros ajustes al alza para sus trayectorias futuras, si bien no las cambia de manera sustantiva. Algunos mencionaron que es probable que la inflación general se ubique relativamente cerca de la meta de 3% hacia finales de este año. Uno indicó que si bien se mantiene la expectativa de convergencia de la inflación general a la meta, en un contexto de inflación subyacente bajo control, ello se daría si la no subyacente se encuentra por debajo de su promedio de largo plazo y el tipo de cambio muestra un comportamiento relativamente favorable. No obstante, otro enfatizó que se enfrenta el riesgo de cumplir el objetivo de forma no óptima, es decir, con base en una reducción significativa del componente no subyacente, que es el más volátil, y persistencia en el subyacente que, en su opinión, es el más importante.

Respecto de los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la posibilidad de que se mantenga la persistencia de la inflación subyacente. Uno detalló que es preocupante que las tasas de crecimiento en los precios de las mercancías alimenticias y los servicios se mantengan en niveles cercanos a 4% y que en algunas subcategorías, como los servicios distintos a la vivienda y a la educación, se ubiquen alrededor de 5%. Agregó que a pesar de la mayor holgura en la economía, la inflación subyacente podría mantenerse en niveles elevados. Por otra parte, la mayoría señaló el riesgo de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Al respecto, algunos indicaron la posibilidad de episodios de volatilidad que presionen al tipo de cambio, ante acontecimientos como una disminución de la calificación de la deuda soberana, y una pérdida de grado de inversión de Pemex por parte de una segunda calificadora, así como por un deterioro de la relación entre México y sus socios comerciales de América del Norte. Uno añadió que el riesgo de depreciación está asociado, en parte, a las preocupaciones que generan diversas políticas públicas en los inversionistas. Por su parte, otro consideró que el riesgo de mayor inflación ante una depreciación está acotado. Sostuvo que el traspaso entre el tipo de cambio y los precios es relativamente

bajo. Indicó que es prácticamente insignificante para economías con regímenes de objetivos de inflación, con un banco central autónomo y con un régimen de tipo de cambio flexible.

La mayoría mencionó como un riesgo al alza, la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien consideró que este riesgo se ha mitigado. Añadió el riesgo de que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios. Uno señaló la posibilidad de que la inflación no subyacente registre una reversión a sus valores históricos, que son sustantivamente mayores a los actuales. Otro resaltó que también es preciso considerar que dicho componente es volátil. La mayoría mencionó como riesgo un entorno de debilidad en las finanzas públicas. En particular, uno detalló que estas pueden resentir presiones derivadas de la evolución de la actividad económica, la situación de Pemex y los precios internacionales del petróleo, entre otros factores. La mayoría señaló como riesgo que dada la magnitud de diversas revisiones salariales, se generen presiones de costos en la medida que estas superen las ganancias en la productividad. Al respecto, uno consideró que la evidencia disponible hasta ahora apunta a que los incrementos en el salario mínimo han tenido un impacto muy poco significativo sobre la inflación y que así lo revelan tanto la inflación observada en la zona fronteriza, muy por debajo del promedio nacional, como la inflación general que se ha observado en el resto del país en lo que va del año. Por último, algunos, también agregaron el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global.

En cuanto a los riesgos a la baja, la mayoría mencionó la posibilidad de que se aprecie la cotización de la moneda nacional por la mayor holgura financiera global, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. Apuntaron que podrían presentarse menores presiones en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente. La mayoría añadió la posibilidad de que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente.

En este contexto, la mayoría coincidió en que persiste una marcada incertidumbre en los riesgos

que pudieran influir en la inflación. Un miembro señaló que los riesgos han disminuido sustancialmente en relación con los que se tenían en diciembre pasado, debido a una mejora importante en las condiciones financieras globales, a la disminución en los precios internacionales de las materias primas y a que se espera que los precios de los energéticos en México se mantengan estables. Agregó que las condiciones de holgura se han incrementado drásticamente y consideró que el balance de riesgos para el crecimiento está fuertemente sesgado a la baja. Otro señaló que, en su opinión, ya se cuenta con un balance de riesgos para la inflación con un ligero sesgo a la baja, en especial con relación a la trayectoria esperada dentro del horizonte en el que opera la política monetaria. Uno estimó que a pesar de la reciente disminución de la inflación general y sus pronósticos, persisten elevados riesgos y un alto grado de incertidumbre, por lo que resulta difícil calibrar el balance de riesgos. Por su parte, otro consideró que el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, si bien esto se ha dado en un entorno en el que se ha acentuado la incertidumbre sobre las presiones que ejercerán sobre la inflación en diferentes sentidos, sus determinantes, particularmente, el tipo de cambio y la actividad económica. Otro destacó que persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos sobre la inflación, destacando a la baja la mayor importancia que ha cobrado la ampliación de la holgura en la economía, y al alza, la posible presencia de algunos riesgos que afectarían a los mercados financieros nacionales y al tipo de cambio, por ejemplo, la imposición de aranceles o las reducciones de calificación crediticia.

La mayoría destacó que los mercados financieros nacionales han reflejado los efectos tanto de menores tasas de interés en todos sus plazos en las principales economías avanzadas, como de episodios de volatilidad. Así, remarcó en que mientras que la cotización de la moneda nacional registró ajustes en dichos episodios, las tasas de interés de los valores gubernamentales han disminuido, incluyendo las de plazos mayores. Apuntó que ello estuvo en línea con lo observado en otros mercados emergentes. Profundizando en las tasas de interés, resaltó que la curva de rendimientos en México se encuentra invertida y que dicha inversión se ha acentuado. En este sentido, algunos destacaron que ello contrasta con lo observado en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes en las que la curva de rendimientos tiene pendiente positiva. Uno de ellos



argumentó que la inversión de la curva de tasas refleja las preocupaciones por la desaceleración económica. Otro añadió que las tasas de interés de los bonos gubernamentales están en su nivel más bajo del año, resaltando las reducciones en las tasas de diez años. Al respecto, uno consideró que es importante analizar el comportamiento de la curva de rendimientos. Señaló que las tasas de interés de largo plazo pueden descomponerse en i) expectativas de tasas de interés de corto plazo, que están asociadas a la postura de política monetaria y esta, a su vez, a la posición cíclica de la economía y a otras presiones inflacionarias; y ii) una prima por plazo, que compensa por los riesgos inflacionario, de duración y de liquidez, entre otros. Apuntó que actualmente las curvas de rendimiento nominal y real se encuentran invertidas respecto de la tasa de fondeo diario, destacando que tanto el componente de expectativas para las tasas de interés de corto plazo, como la prima por plazo, han mostrado reducciones significativas en los últimos meses. En cuanto al tipo de cambio, otro miembro señaló que muestra una apreciación con respecto a lo observado a finales de 2018, en contraste con la depreciación registrada por la mayoría de las monedas de economías de mercados emergentes. Atribuyó este comportamiento tanto a la postura monetaria restrictiva, como a otros factores internos, entre los que destaca el cumplimiento, hasta ahora, de los compromisos fiscales de la administración actual. Al respecto, uno destacó que el tipo de cambio ha mostrado volatilidad asociada a los episodios de recrudescimiento de las tensiones comerciales, a factores idiosincráticos e inclusive al contagio de otras economías emergentes, como China y Argentina. Otro indicó que el peso mexicano se depreció desde la última decisión de política monetaria, en línea con lo observado en otras economías emergentes, a pesar del diferencial de tasas de interés favorable para México. Por otra parte, la mayoría mencionó el deterioro en las primas de riesgo crediticio, y algunos agregaron el aumento en el nivel de estrés de los mercados nacionales. Uno de ellos señaló que los indicadores de riesgo crediticio de Pemex incorporan una mayor prima por riesgo, atribuible al deterioro de sus fundamentales. En cuanto al mercado accionario, la mayoría expresó que mostró una caída importante. Uno argumentó que entre los determinantes del comportamiento de dicho mercado deben considerarse las tasas de interés que ofrecen los instrumentos de renta fija de corto plazo, pues estos son una alternativa a los instrumentos más riesgosos de renta variable. Algunos mencionaron que la caída observada se debió a la menor

actividad económica y a factores locales de incertidumbre. Uno de ellos recalcó que el flujo acumulado en instrumentos de renta variable proveniente de inversionistas extranjeros se mantiene positivo en el año, mientras que es prácticamente nulo para instrumentos gubernamentales. Además, otro miembro señaló que hubo una salida marginal en el posicionamiento del sector externo en valores gubernamentales, a pesar de la amplia posición monetaria relativa y la recomposición de madurez en favor de posiciones de mayor plazo.

En cuanto a los riesgos que pudieran afectar el desempeño de los activos financieros en México, todos los miembros mencionaron la incertidumbre que continúa respecto de las perspectivas crediticias para la calificación tanto de la deuda de Pemex como de la soberana. La mayoría señaló también la incertidumbre en torno a la relación bilateral entre México y Estados Unidos. Con respecto al riesgo de revisiones a las calificaciones crediticias, uno argumentó que a pesar de que diversos instrumentos incorporan ya dichas revisiones, su materialización podría aumentar la volatilidad de los mercados y reducir la capacidad de financiamiento de la economía. En este sentido, otro sostuvo que es importante atender las causas que dieron lugar a dichas revisiones, evitar reducciones de calificación adicionales, así como buscar mejorar las calificaciones actuales para contribuir a que el ajuste en los mercados financieros nacionales sea ordenado y que se conserven los elementos que les permiten mantenerse como un destino atractivo de inversión. Por último, un miembro consideró que las medidas tomadas por varios bancos centrales de las principales economías mitigan los riesgos externos. Agregó que, en su opinión, varios riesgos internos asociados a las políticas públicas se han disipado a lo largo del año.

La mayoría coincidió en que la situación de Pemex continúa representando un factor de riesgo. Afirmó que el plan de negocios anunciado a mediados de julio no ha logrado restablecer la confianza en sus perspectivas financieras, debido a las dudas sobre la viabilidad de aumentar la producción de crudo. Uno añadió la imposibilidad de alcanzar niveles adecuados de reemplazo de reservas conforme a lo establecido en el plan. Otro mencionó que este programa de rescate exige en el corto y en el mediano plazo el apoyo continuo e imprescindible del gobierno federal, que se encuentra en una posición fiscal sumamente restringida. Consideró que sería deseable la reanudación de las rondas de

asociaciones público-privadas, así como de subastas petroleras. Asimismo, destacó que analistas han mencionado que el plan propuesto no presenta explícitamente una planeación estratégica que reconozca el entorno internacional sobre la demanda de petróleo en el marco de la desaceleración económica prevista, ni el uso creciente de energías renovables. La mayoría apuntó que no se ha revertido el incremento registrado en meses previos en las primas por incumplimiento de pagos de la empresa, y que el mercado aún descuenta una nueva disminución de la calificación crediticia de Pemex. Uno agregó que lo anterior puede generar ventas forzadas de deuda de la empresa y, en general, turbulencia en los mercados financieros nacionales. La mayoría consideró que la situación de Pemex podría tener repercusiones en las finanzas públicas y en la calificación de la deuda soberana de México. No obstante, uno estimó que el impacto indirecto sobre el costo financiero de la deuda soberana ha sido limitado hasta ahora. Añadió que, si bien no puede descartarse que Pemex pueda perder relativamente pronto el grado de inversión, esto no necesariamente debería dar lugar a movimientos desordenados en los mercados, considerando que una parte importante del mercado ya ha descontado esa posibilidad.

La mayoría mencionó que el entorno actual sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, destacó que es particularmente importante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, apuntó que es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019. Agregó que es importante que el Paquete Económico para 2020 genere confianza. Señaló que es indispensable fortalecer el Estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. Finalmente, uno apuntó la necesidad de incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano.

La mayoría alertó que se mantiene la percepción de vulnerabilidad de las finanzas públicas. En particular, uno destacó que al día de hoy, los

ingresos presupuestarios presentan faltantes respecto al programa y que esta situación podría agravarse en los próximos tres años por la ayuda a Pemex, que implicará una disminución en el ingreso tributario, al tiempo que los ingresos petroleros también podrían resultar menores. Resaltó que lo anterior representa un desafío para las finanzas públicas, dado que los faltantes de recursos deberán ser compensados con recortes en gastos, mayor capacidad recaudatoria y, en 2019, con el uso de los recursos del FEIP. Algunos mencionaron que las autoridades anunciaron recientemente un conjunto de medidas orientadas a estimular la actividad económica. Uno de ellos apuntó que estas medidas no necesariamente implican una inyección de recursos adicionales a la economía, mientras que otro enfatizó que, si bien estas pueden ser de ayuda, es indispensable que la política fiscal se apegue a las metas anunciadas para el balance primario. Señaló que un acrecentamiento de las dudas sobre la fortaleza de las finanzas públicas generaría mayor incertidumbre y repercutiría de manera negativa en la actividad económica. Sobre el uso de un monto de los recursos del FEIP, algunos consideraron que es importante tener presentes los desafíos derivados de ello, dado un entorno caracterizado por riesgos considerables. Alertaron sobre la debilidad de la confianza de los inversionistas en la economía mexicana. Uno de ellos notó que a lo anterior contribuyen algunas decisiones de la nueva administración como la cancelación del NAIM, la suspensión de las rondas de asociaciones público-privadas y el inicio de los procesos de arbitraje internacional relacionados con los gasoductos. Tales medidas, en adición a la inseguridad y la falta de Estado de derecho, dañan el nivel de competitividad del país y restan certeza jurídica de las relaciones comerciales entre México y sus socios comerciales de América del Norte, lo que podría contribuir al retraso en la aprobación e implementación del T-MEC. Otro, destacó que, si bien el difícil entorno externo ha incidido en el comportamiento de las economías emergentes en su conjunto, es importante tomar en cuenta que la percepción de riesgo para el caso de México ha sido en general mayor, lo que refleja el efecto simultáneo de factores idiosincrásicos. Al respecto, resaltó el debilitamiento de algunos indicadores como: i) la prima del seguro contra incumplimiento de pagos sobre la deuda soberana (CDS), que ha sido más desfavorable en México que en otras economías emergentes con calificación crediticia similar e incluso menor; y ii) el índice de la Bolsa Mexicana de Valores expresado en dólares, que de mediados de 2018 a la fecha ha presentado uno de los peores

comportamientos entre este grupo de economías. Añadió que durante los últimos meses las principales agencias han degradado la calificación de la deuda soberana o la perspectiva para esta.

Respecto de la política monetaria en México, la mayoría apuntó que tomando en cuenta que la inflación ha disminuido conforme a lo previsto por este Instituto Central, que las condiciones de holgura de la economía se han ampliado más de lo esperado y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, es apropiado un ajuste a la baja en la tasa de política monetaria en México de 25 puntos base a un nivel de 8%. Consideró que dicha acción es congruente con la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Uno agregó que el hecho de que los riesgos que enfrenta la economía no se hayan incrementado recientemente brinda margen para un recorte de la tasa de referencia. Notó que desde mayo de 2017, los movimientos de la tasa de referencia en México han estado en sincronía con los llevados a cabo por la Reserva Federal, de tal forma que se ha mantenido un diferencial de tasas entre México y Estados Unidos de alrededor de 575 puntos base, y que dicho diferencial representaba la postura monetaria relativa más restrictiva desde principios de 2008. Añadió que dicha postura era lo suficientemente restrictiva para combatir el incremento de la inflación observado durante 2017-2018 y los riesgos que esta enfrentaba. Consideró que ante las últimas condiciones observadas en las trayectorias de inflación, crecimiento económico y riesgos para la estabilidad financiera, no puede justificarse una ampliación de dicho diferencial. Agregó que considerando el recorte de tasa de interés implementado recientemente por la Reserva Federal, el diferencial de tasas de interés entre ambos países se ha ampliado a 600 puntos base, agudizando la postura monetaria relativa restrictiva de México. Afirmó que la tasa de política en términos reales se encuentra en sus niveles más altos en once años. Agregó que este nivel, en un momento en que la economía está cerca de una recesión e inflación general por debajo del límite superior del intervalo de variabilidad y con una trayectoria convergente al objetivo de 3%, refleja que la postura monetaria actual es altamente restrictiva no solo relativamente a otras economías sino también en términos absolutos. Señaló que una razón por la cual este Instituto Central ha mantenido esta postura restrictiva es que ha buscado mantener una postura prudente y de cautela ante los diversos riesgos

externos e internos que ha enfrentado la economía mexicana. Mencionó que no obstante lo anterior, la Junta de Gobierno debería también tomar en cuenta en sus decisiones los efectos de la evolución de la actividad económica. Enfatizó que para el Banco de México es de suma importancia procurar la estabilidad de precios, apuntó que esa es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo nacional dadas sus limitaciones para estimular el crecimiento potencial de la economía. Sin embargo, reconoció que en un momento en el que la economía se encuentra al borde de una recesión, no es aconsejable mantener una postura restrictiva por mucho tiempo. Dicho miembro agregó que en otras palabras, vamos a seguir procurando la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, pero no al precio que sea. Otro miembro enfatizó que por diversos motivos tanto la política monetaria como la fiscal enfrentan bajo las circunstancias actuales limitantes considerables para estimular la economía. Señaló que para alcanzar este objetivo se requiere atacar las causas fundamentales de la actual debilidad, esto es, una situación de incertidumbre e insuficiente claridad de las políticas públicas en distintos ámbitos, lo que no genera condiciones propicias para la inversión, además de acciones que de manera directa inhiben a la inversión privada.

Un miembro consideró que actualmente el riesgo más importante para el desempeño de los mercados financieros nacionales es mantener una postura monetaria demasiado restrictiva. Argumentó que, aunque típicamente se considera que una tasa de interés alta contribuye a una mayor estabilidad, el mantenimiento de tasas de interés altas por un periodo demasiado prolongado puede contribuir a generar desequilibrios e incidir negativamente en los mercados. Como ejemplo de lo anterior, mencionó la pendiente negativa que la curva de rendimientos en México registra actualmente, y que ello se deriva de la alta sensibilidad que muestran las tasas de interés de corto plazo a movimientos de la tasa de referencia. En este sentido, comparó la experiencia reciente de Colombia y de México. Afirmó que ambos países tienen una meta y niveles de inflación similares y han mantenido su tasa de referencia sin cambio en 2019, no obstante, en Colombia la tasa de política monetaria es menor y se encuentra en 4.25%, a la vez que su economía se está expandiendo a tasas mayores, de alrededor de 3%, lo cual indica que la postura monetaria en México es altamente restrictiva. Uno argumentó que, si bien diversas economías avanzadas y emergentes han relajado su postura monetaria, a diferencia de lo que se observa en México, en casi todos esos países la

inflación se encuentra en niveles cercanos a su meta o incluso por debajo de la misma.

Por su parte, este integrante sostuvo que la tasa de referencia se debería mantener sin cambio argumentando que: i) la meta de inflación de 3% se refiere al comportamiento de la inflación general, sin embargo en virtud de la volatilidad del componente no subyacente, para evaluar de manera más precisa las presiones inflacionarias en la economía y la sostenibilidad de la trayectoria de la inflación, es indispensable analizar con cuidado de manera simultánea el comportamiento de su componente subyacente; ii) no obstante el importante ajuste a la baja de las proyecciones de crecimiento económico, las expectativas de inflación para todos los plazos, tanto para la inflación general como para la subyacente, se mantienen por encima de las del Banco de México y de la meta de 3%, destacando que este último es un objetivo puntual, no un intervalo de más/menos 1% alrededor de dicha cifra; iii) la falta de credibilidad de las proyecciones de inflación del Banco Central, derivada en parte de una inflación subyacente que se mantiene por encima de lo anticipado; iv) el efecto positivo sobre el tipo de cambio de la ampliación del diferencial de tasas entre México y Estados Unidos fue más que compensado por diversos choques económicos y políticos, tanto internos como externos; v) persiste incertidumbre sobre diversos aspectos de las políticas públicas y el deterioro de los fundamentos económicos, que se han reflejado en una mayor percepción de riesgo país y exigen la necesidad de actuar con cautela; vi) es necesario contar con más información sobre los principales elementos de la política fiscal para el año entrante, lo cual es un insumo fundamental para la implementación de la política monetaria. Consideró que en un entorno de incertidumbre como el actual es muy importante priorizar la confiabilidad de la comunicación del Banco Central, ya que bajo estas circunstancias el potencial de confusión y de consecuencias adversas derivadas de sorpresas en la conducción de la política monetaria se acentúa. No obstante, señaló que los márgenes de maniobra para la política monetaria podrían ampliarse en el corto plazo si, como se espera, la inflación general continúa disminuyendo y la inflación subyacente comienza a mostrar una tendencia a la baja en las próximas semanas, si se anuncia un paquete fiscal sólido para el próximo año, y si no se presentan choques importantes.

Un miembro apuntó que en esta ocasión el comunicado de política monetaria desempeña un

papel particularmente crucial, debido a que en cinco años no se había reducido la tasa de interés de referencia y a que un segmento importante del mercado no anticipaba un ajuste de la tasa en esta decisión, por lo que se requiere una comunicación adecuada para evitar generar incertidumbre y afectar la efectividad de la política monetaria. Agregó que ello obliga a mantener la cautela y actuar con prudencia. Asimismo, puntualizó que esta acción de política monetaria no debe interpretarse como el inicio de un ciclo de relajamiento, puesto que el futuro de la política monetaria dependerá de la evolución de la inflación respecto de su trayectoria prevista. Otro comentó que una reducción de la tasa de referencia acompañada de una comunicación adecuada por parte del Banco Central puede mandar una señal de certidumbre y confianza. Agregó que ello es posible si el comunicado de política monetaria resalta la disminución sustancial que han tenido los riesgos a la inflación a lo largo del año, el comportamiento de la inflación mejor a lo esperado, y que se prevé que la inflación convergerá al objetivo. Lo anterior confirmaría que la inflación está bajo control por lo que puede relajarse la postura monetaria, buscando la convergencia de la inflación a su meta de manera eficiente, con los menores costos para la actividad económica. Uno aseveró que aun considerando el ajuste a la baja en la tasa de referencia, la postura monetaria tanto en términos relativos como absolutos se mantiene restrictiva, y que un análisis de los factores de riesgo latentes lleva a la conclusión de iniciar un ciclo de relajamiento.

Un miembro mencionó que la ampliación en las condiciones de holgura en la economía, en combinación con un entorno externo en el que se ha venido consolidando la perspectiva de menores tasas de interés y atonía en las perspectivas de crecimiento, apunta hacia un entorno de menores presiones inflacionarias en el horizonte en el que opera la política monetaria. Agregó que, no obstante, existen otros elementos que también están influyendo sobre la economía nacional y la formación de precios, y que han contribuido a que la inflación subyacente se encuentre en niveles superiores a 3% y con resistencia a disminuir. Ello sugiere actuar gradualmente y monitorear de manera estrecha la información disponible sobre la posición cíclica de la economía y todos los determinantes de la inflación, así como el balance de riesgos para estos.

La mayoría destacó que hacia adelante debe darse seguimiento cercano a todos los factores y

elementos que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomar las acciones que se requieran, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta en el plazo en el que opera la política monetaria.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, tomando en cuenta que la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por este Instituto Central, la ampliación en la holgura mayor a la esperada, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas a diferentes plazos, la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 8.00%, considerando que bajo las condiciones actuales dicho nivel es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Un miembro votó por mantener dicho objetivo en 8.25%. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada 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, y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8.00%.

Javier Eduardo Guzmán Calafell votó a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 8.25%.

### 5. VOTOS DISIDENTES

**Voto.** Javier Eduardo Guzmán Calafell

A mi juicio, el efecto combinado de diversos factores hace inconveniente relajar la postura de política monetaria. Primero, si bien la inflación general ha disminuido, su componente subyacente, que refleja con mayor precisión las presiones inflacionarias, se ha mantenido elevado durante un periodo prolongado y no muestra indicios de reducción. Segundo, no se cuenta en este momento con información sobre la política fiscal para 2020, insumo fundamental para la conducción de la política monetaria. Tercero, la disminución de la tasa de referencia implica sorprender al mercado, lo que da lugar al riesgo de una reacción adversa y de hacer confusa la política de comunicación del Instituto Central. En un entorno de elevada incertidumbre externa e interna, y en el que la percepción de riesgo país se ha incrementado significativamente, el Banco Central debe extremar precauciones en virtud del riesgo de turbulencia en los mercados financieros. Así, considero que es preferible mantener inalterada la tasa de referencia y enviar simultáneamente la señal de que al disiparse algunos factores de incertidumbre y con un mejor balance de riesgos, escenario probable, el Banco Central tendría bases más firmes para provechar los consecuentes márgenes de maniobra, inclusive en el muy corto plazo.

## ANEXO

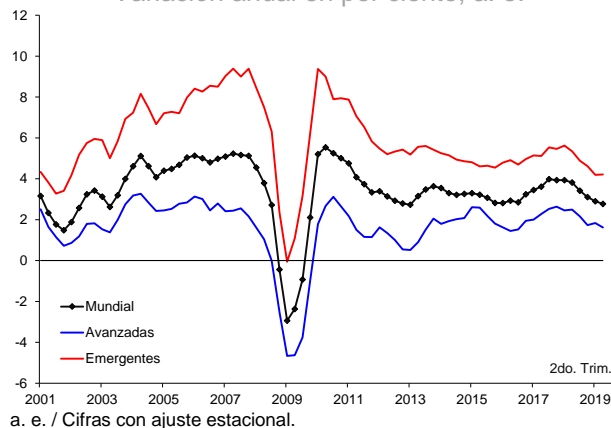
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

El ritmo de crecimiento de la economía mundial se desaceleró durante el segundo trimestre de 2019, reflejando una menor expansión en las principales economías avanzadas y emergentes (Gráfica 1). Además, las preocupaciones sobre los efectos de las tensiones entre Estados Unidos y otras economías, no solo en materia comercial sino también en aspectos relacionados con tecnología, migración y, más recientemente, en consideraciones sobre política cambiaria, han acentuado la caída de la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión y la desaceleración de la actividad manufacturera. En consecuencia, se registró una nueva revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. Por su parte, la inflación general y subyacente en las economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este contexto, un amplio número de bancos centrales han adoptado posturas monetarias más acomodaticias. Asimismo, los mercados financieros globales exhibieron una elevada volatilidad ante las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías. En este entorno, los riesgos que enfrenta la economía mundial han aumentado, destacando un escalamiento en las disputas comerciales, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y el deterioro en algunos riesgos políticos y geopolíticos. Por ello, se considera que el balance de riesgos para la actividad económica mundial se ha deteriorado.

**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 2T 2019 incluye estimados para algunos países. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

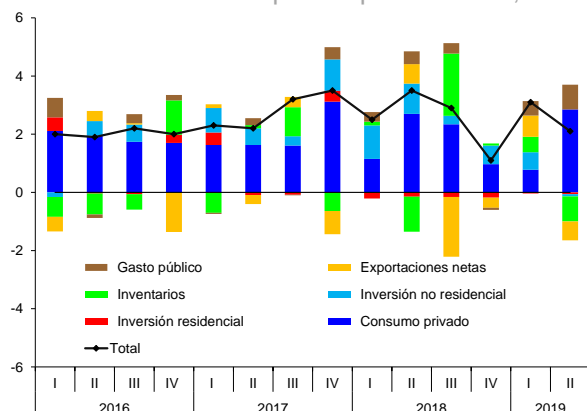
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre del año, al crecer 2.1% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de avanzar 3.1% en el primer trimestre. Dicha moderación se dio a pesar de una mayor contribución del gasto público al crecimiento y del repunte del consumo privado, este último apoyado por los aún elevados niveles de confianza de los consumidores y la fortaleza del mercado laboral. Así, la debilidad de la actividad económica se relaciona con la mayor atonía que la inversión fija de los negocios ha presentado, con la fuerte desaccumulación de inventarios y con la contribución negativa de las exportaciones netas (Gráfica 2).

La producción industrial de Estados Unidos continuó mostrando atonía en julio, al registrar una caída de 0.2% mensual, después de haber exhibido una ligera recuperación en mayo y junio. Esta contracción se debió principalmente a la menor actividad minera, derivada de una menor actividad en exploración y refinación de petróleo, así como a la caída en la actividad manufacturera, la cual se puede asociar con un menor crecimiento de la demanda mundial. Esta disminución en la actividad manufacturera es congruente con la evolución del Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero (PMI, por sus siglas en inglés), mismo que alcanzó en julio su nivel más bajo desde hace casi una década, por lo que se prevé que, en un entorno de crecientes tensiones entre Estados Unidos y otras economías, persista la debilidad de dicho sector.

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

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Fuente: BEA, Blue Chip enero 2019 y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

El mercado laboral de Estados Unidos siguió fortaleciéndose en julio, aunque a un ritmo más moderado que en meses previos. En particular, la generación de empleo en el sector no agrícola pasó de 193 mil nuevos empleos mensuales en junio a 164 mil en julio, todavía por encima del nivel necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral. Por su parte, la tasa de desempleo presentó un ligero aumento, al pasar de 3.6% en junio a 3.7% en julio, si bien se mantiene cerca de su nivel más bajo en los últimos 50 años. En este entorno, las remuneraciones promedio por hora siguieron creciendo, aunque a un ritmo ligeramente más moderado.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó en el segundo trimestre del año, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.8%, luego del incremento de 1.8% observado en el primero, el cual estuvo impulsado por el desvanecimiento de factores transitorios adversos. El consumo privado continuó exhibiendo fortaleza, apoyado por el aumento en el empleo, la elevada confianza de los consumidores y las condiciones financieras más acomodaticias. No obstante, las exportaciones y la inversión se mantuvieron débiles como reflejo del menor dinamismo global. La actividad industrial en Alemania acentuó su caída, mientras que en otras economías de la región parecería estar estabilizando. En este entorno, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, al presentarse una disminución en la tasa de desempleo de 7.6 a 7.5% entre marzo y junio.

Por su parte, la economía de Japón mantuvo un crecimiento elevado durante el segundo trimestre. En particular, el PIB de ese país se expandió 1.8% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad, luego de haber crecido 2.8% durante el primer trimestre, siendo impulsado en ambos trimestres por factores temporales. El crecimiento de la inversión fija de los negocios repuntó significativamente, mientras que el gasto en consumo privado se vio apoyado, en parte, por el mayor número de días festivos y por las compras anticipadas en previsión al aumento esperado en octubre en la tasa del IVA. Por otra parte, tensiones políticas de carácter histórico entre Japón y Corea del Sur se extendieron al plano comercial en la forma de restricciones a algunas exportaciones japonesas que son utilizadas en la industria tecnológica de Corea del Sur, mientras que en este último país se han registrado protestas contra establecimientos comerciales de origen japonés.

En la mayoría de las economías emergentes, los indicadores sugieren una continua debilidad de la actividad económica durante el segundo trimestre, tanto por factores idiosincrásicos, como por el debilitamiento del comercio internacional. En particular, la economía china siguió perdiendo dinamismo durante el segundo trimestre del año, en tanto que en julio los indicadores de inversión, ventas al menudeo y producción industrial continuaron mostrando una desaceleración gradual de esa economía. Por su parte, las economías de Europa emergente se han visto afectadas por la caída en la demanda externa y por factores idiosincrásicos, mientras que en América Latina el crecimiento ha sido menor a lo que se anticipaba en algunas de las principales economías de la región, también atribuible, en parte, a factores idiosincrásicos.

Los precios internacionales de las materias primas registraron una tendencia a la baja durante las últimas semanas. En particular, los precios del crudo disminuyeron ante el agravamiento de las disputas entre Estados Unidos y China, luego de haber mostrado una recuperación durante parte de junio y julio tras el acuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y algunos de los principales países productores para extender los recortes de producción, así como por el incremento en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y la reducción de los inventarios de crudo estadounidenses. Por su parte, los precios de los metales industriales cayeron como resultado de la desaceleración en la actividad industrial a nivel mundial y por el escalamiento de las tensiones entre



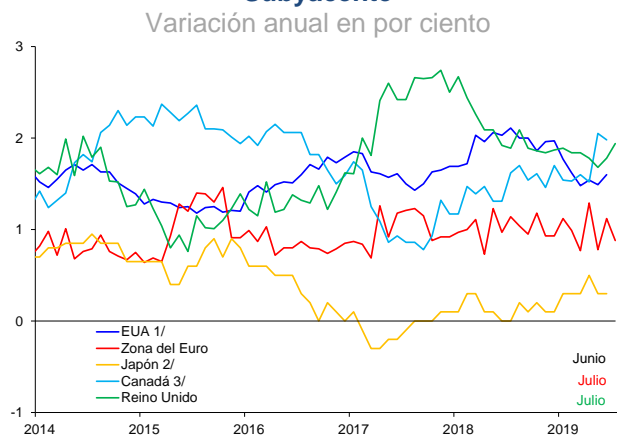
Estados Unidos y China. Cabe destacar que, en contraste, el oro ha exhibido una fuerte alza como reflejo de la creciente aversión al riesgo en los mercados financieros globales, registrando su nivel más elevado en 6 años. Finalmente, los precios de los granos mostraron una reducción que responde a un incremento en el volumen de granos cosechados, especialmente en Europa, a mejores condiciones climáticas en Estados Unidos, y a una caída en las exportaciones de granos de Estados Unidos a China ante las crecientes tensiones comerciales entre ambos países.

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

La inflación general y subyacente en las principales economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Por su parte, las expectativas de inflación provenientes de encuestas y las derivadas de instrumentos de mercado también han permanecido bajas. En particular, en Estados Unidos, la inflación subyacente se ha ubicado por debajo de 2% desde que inició el año, mientras que en la zona del euro y Japón no ha mostrado una tendencia significativa al alza (Gráfica 3). En la mayoría de las economías emergentes la inflación disminuyó debido a los menores precios de los energéticos y de los alimentos, ubicándose en varios casos por debajo de las metas de sus bancos centrales.

**Gráfica 3**

### Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente

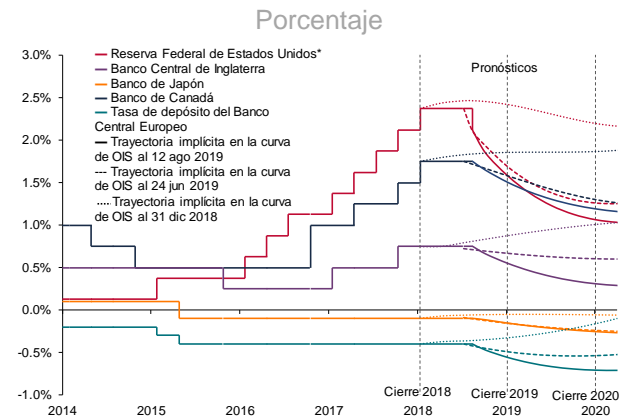


1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal (PCE)  
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.  
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPIX).  
Fuente: Haver Analytics, Haver Analytics,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

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

**Gráfica 4**

### Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS1/



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

En su reunión de julio, como se anticipaba, la Reserva Federal determinó recortar en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales a un rango de entre 2 y 2.25%, siendo esta la primera disminución de la tasa objetivo desde la crisis financiera de 2008. En su comunicado, mencionó que, en vista de las implicaciones de los eventos globales en el panorama económico, así como de las bajas presiones inflacionarias, decidió reducir el rango de la tasa de interés de referencia. Esa Institución destacó que dicha acción apoya su escenario central de una expansión sostenida de la actividad económica y de una inflación cercana al objetivo simétrico de 2%, si bien señaló que persiste la incertidumbre en torno a dicho escenario. Además, anunció que concluirá la reducción programada de su tenencia de valores en agosto, dos meses antes de lo anunciado en la reunión de marzo. En este sentido, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) enfatizó que, en la determinación del rumbo de su política monetaria, seguirá monitoreando la información disponible y tomará las medidas apropiadas para mantener una expansión sostenida de la economía, un mercado laboral fuerte y una inflación alrededor de su objetivo de inflación.



Asimismo, en su conferencia de prensa, el Presidente de la Reserva Federal resaltó que la reducción de la tasa de fondos federales no representa el inicio de un ciclo de recortes, sino un ajuste correspondiente a la parte media del ciclo económico. Sin embargo, insistió en que no descarta la posibilidad de realizar recortes adicionales. En este contexto, los instrumentos de mercado incorporan cuatro movimientos de 25 puntos base en lo que resta de 2019 y 2020.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio las tasas de referencia en su reunión de julio. No obstante, esa Institución modificó su guía sobre la trayectoria de la política monetaria al señalar que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales o incluso por debajo de estos al menos hasta la primera mitad de 2020. Adicionalmente, en dicha reunión enfatizó la necesidad de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado debido a la persistencia de la inflación y de sus expectativas por debajo de su objetivo y destacó su compromiso de mantener la simetría en el logro del objetivo de inflación. Además, el BCE señaló estar analizando medidas adicionales de política monetaria, incluidas formas para reforzar su guía sobre la trayectoria futura de la tasa de referencia, acciones para mitigar el impacto de las tasas de interés negativas, tales como un sistema escalonado de tasas de interés para los requerimientos de reservas de los bancos, así como alternativas para implementar un nuevo programa de compra de activos.

En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia, reiterando que las mantendrá en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020. En su Informe sobre Perspectivas Económicas e Inflación de julio reconoció que han aumentado los riesgos externos para el crecimiento ante el clima de mayor proteccionismo y enfatizó que no dudará en flexibilizar su postura monetaria en caso de que se ponga en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en su reunión de julio. En su comunicado, esa Institución mencionó que las cifras disponibles al segundo trimestre sugieren que la actividad económica se recuperó ante el repunte de la producción de petróleo y el desvanecimiento de factores transitorios. Sin embargo, destacó que los efectos del escalamiento en las tensiones comerciales y geopolíticas en el comercio y la inversión han sido mayores a lo que habían

anticipado. En este entorno, señaló que los riesgos al crecimiento están sesgados a la baja, mientras que han aumentado los riesgos de una mayor inflación debido a que las mayores tensiones comerciales podrían reflejarse en choques de oferta. Ante esto, argumentó que su postura monetaria sigue siendo la adecuada y subrayó que se mantendrá vigilante de la evolución del mercado petrolero y de las políticas comerciales a nivel global.

En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores. Esa Institución reiteró que ajustará la política monetaria en la dirección que se requiera si, como resultado de las negociaciones de salida de la Unión Europea, se llegaran a observar cambios sustanciales en las perspectivas de crecimiento e inflación. Señaló que, bajo el supuesto de una salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea, la postura monetaria más apropiada para alcanzar de manera sostenida la meta de 2% será la de un alza gradual y limitada en su tasa de interés de referencia. No obstante, advirtió que ello dependerá de las condiciones de salida y del impacto que esta tenga sobre la oferta y demanda agregadas y en el tipo de cambio. Cabe destacar que esta Institución ajustó a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2019 y 2020, reflejando principalmente la mayor incertidumbre sobre la salida de Reino Unido de la Unión Europea.

Adicionalmente, otros bancos centrales de países desarrollados, tales como el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, relajaron sus posturas de política monetaria, ubicando sus tasas de referencia en niveles históricamente bajos.

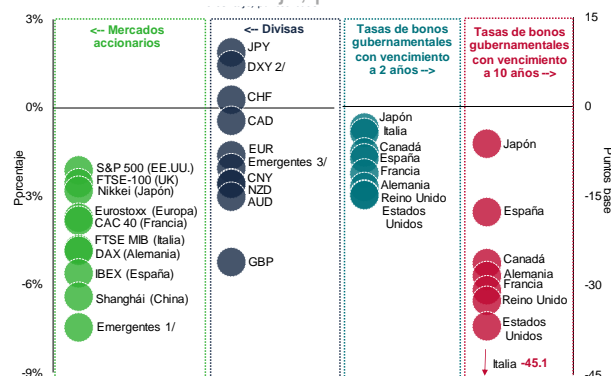
En las economías emergentes, varios bancos centrales adoptaron posturas monetarias más acomodaticias; entre estos se encuentran los de Arabia Saudita, Brasil, Costa Rica, Emiratos Árabes, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Paraguay, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Ucrania. Destacó el caso del Banco de Turquía, que sorprendió a los mercados financieros al recortar su tasa de referencia en 425 puntos base en julio, en un entorno en el que la inflación ha sido menor a la que esa Institución anticipaba.

Durante prácticamente todo julio, los mercados financieros internacionales continuaron siendo apoyados por la adopción de posturas monetarias más acomodaticias por parte de varios bancos centrales. En particular, los mercados accionarios de

las principales economías registraron niveles históricamente elevados. No obstante, a principios de agosto, el anuncio de nuevos aranceles de Estados Unidos a las importaciones provenientes de China, aunado a la designación de este último país como manipulador del tipo de cambio por parte de las autoridades de Estados Unidos tras la depreciación que exhibió el yuan a principios de ese mes, aumentó nuevamente la volatilidad en los mercados financieros. Dicha tendencia se intensificó ante la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías, la incertidumbre provocada por el actual proceso electoral en Argentina y las tensiones políticas en Hong Kong. Lo anterior se reflejó en un reacomodo de carteras hacia activos de menor riesgo de mercado. Así, en las economías avanzadas los principales mercados accionarios presentaron caídas, y las tasas de interés disminuyeron para ubicarse en niveles históricamente bajos. Adicionalmente, se observó un aplanamiento de la mayoría de las curvas de rendimiento, e incluso algunas se invirtieron, lo que podría ser reflejo de las menores perspectivas de crecimiento económico, de los reducidos niveles de inflación, y de la búsqueda de rendimiento en un entorno en que un elevado porcentaje de títulos de renta fija en este conjunto de países cotiza a tasas de interés negativas. Finalmente, en los mercados cambiarios se registraron apreciaciones significativas de divisas consideradas de refugio, tales como el dólar, el franco suizo y el yen (Gráfica 5).

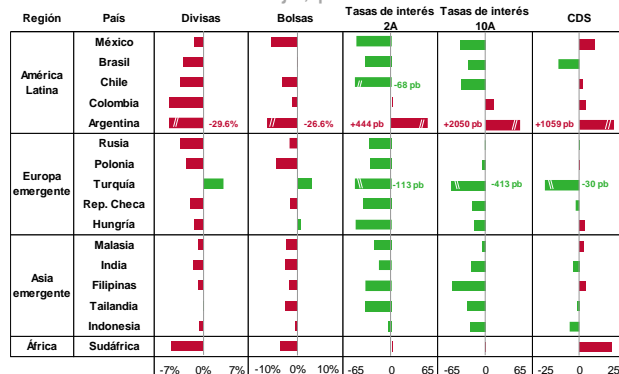
En lo que respecta al grupo de economías emergentes, los flujos de inversión hacia estos países mostraron un comportamiento diferenciado desde la última decisión de política monetaria en México. Así, mientras que los mercados de deuda registraron entradas de capitales durante la mayor parte de ese periodo, los mercados accionarios siguieron exhibiendo salidas. No obstante, en las últimas semanas ambos mercados reportaron salidas. En este contexto, las tasas de interés de valores gubernamentales terminaron el periodo con fuertes disminuciones, en tanto que las divisas presentaron depreciaciones y los índices accionarios caídas (Gráfica 6).

**Gráfica 5**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
**Seleccionados del 24 de junio de 2019 al 12 de agosto de 2019**  
Porcentaje, puntos base



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

**Gráfica 6**  
**Desempeño de Activos de Países Emergentes**  
**del 24 de junio al 12 de agosto 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 muestran el desempeño del mercado de renta fija de ese país.  
Fuente: Bloomberg.

Hacia delante, se espera que los participantes del mercado sigan atentos a la evolución de varios factores de riesgo que podrían dar como resultado un aumento de la volatilidad y un deterioro de las condiciones de los mercados financieros internacionales. En particular, destaca la posibilidad de un recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos y otras economías; una desaceleración más pronunciada de la actividad económica en un entorno en el que el campo de

acción de los bancos centrales es limitado; un escalamiento de eventos idiosincrásicos negativos en economías emergentes, así como un posible contagio entre sus activos financieros; y una intensificación de las tensiones geopolíticas alrededor del mundo, principalmente en el Medio Oriente y en Asia.

## A.2. Evolución de la economía mexicana

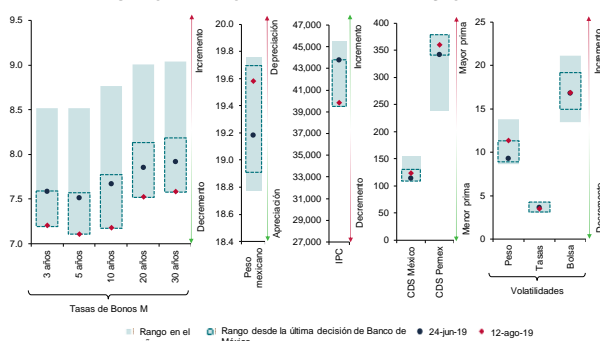
### A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México reflejaron los efectos tanto de menores tasas de interés en todos sus plazos en las principales economías avanzadas, como episodios de volatilidad. Así, al final del periodo la cotización de la moneda nacional frente al dólar mostró una depreciación de 2.04%, ubicándose en niveles de 19.60 pesos por dólar (Gráfica 7). Por su parte, las condiciones de operación prospectivas para la cotización de la moneda nacional implícitas en las opciones de tipo de cambio se mantuvieron relativamente estables, aunque en niveles deteriorados en comparación con otras economías emergentes (Gráfica 8).

Por su parte, 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 ajustaron de 19.90 a 19.80 pesos por dólar, en tanto que para el cierre de 2020 se ajustaron de 20.23 a 20.00 pesos por dólar (Gráfica 9).

### Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar, índice y puntos base

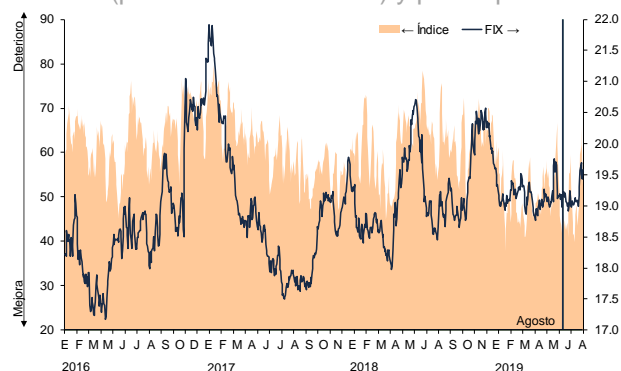


Nota: Para la volatilidad del peso mexicano se consideran los niveles implícitos en las opciones de tipo de cambio a un mes. Para la volatilidad en tasas se considera un modelo Garch (1,1) de los movimientos diarios en toda la curva desde 2007. Para la volatilidad de la bolsa se considera el Vimex publicado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

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

### Gráfica 8 Índice de Condiciones de Operación en el Mercado

Índice (promedio móvil 5 días) y pesos por dólar

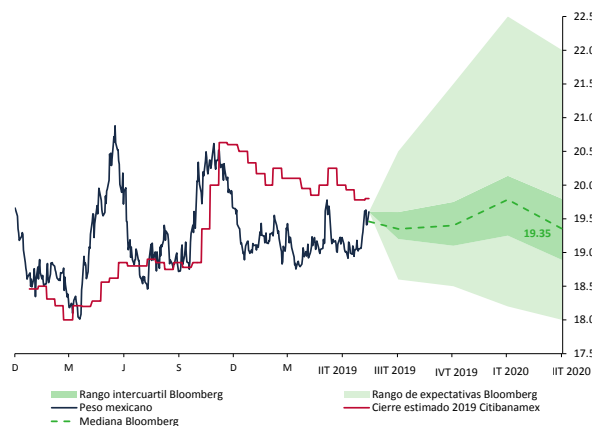


Nota: El índice se calcula con base en la media, la volatilidad, el sesgo, la curtosis, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias simples entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario. A partir de ellos, se calculan los percentiles desde 2011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

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

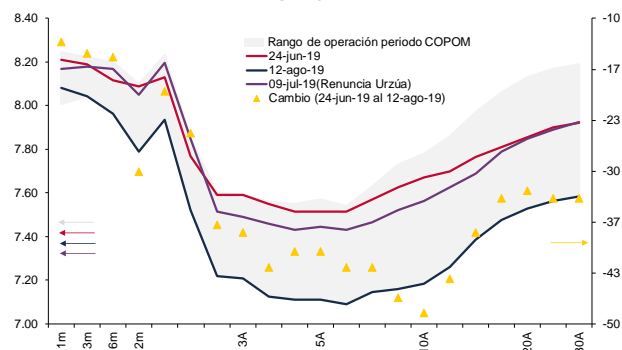
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

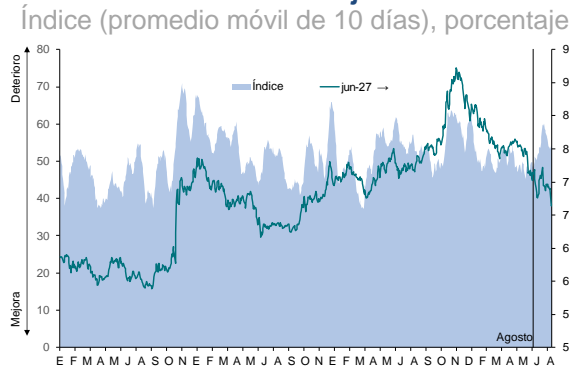
Las tasas de interés de los valores gubernamentales exhibieron disminuciones de hasta 49 puntos base, principalmente en aquellos instrumentos de corto y mediano plazo (Gráfica 10). Este movimiento estuvo nuevamente asociado a los ajustes observados en la mayoría de los mercados de deuda a nivel global como consecuencia de la expectativa de que los bancos centrales de economías avanzadas adopten una postura de política monetaria aún más acomodaticia. Lo anterior se presentó en un contexto de bajo volumen de operación y en el que las condiciones de operación se deterioraron en algunos días durante el periodo (Gráfica 11).

**Gráfica 10**  
**Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal**  
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

**Gráfica 11**  
**Índice de Condiciones de Operación del Mercado de Deuda Gubernamental Mexicano y Tasa del Bono jun-27**  
Índice (promedio móvil de 10 días), porcentaje

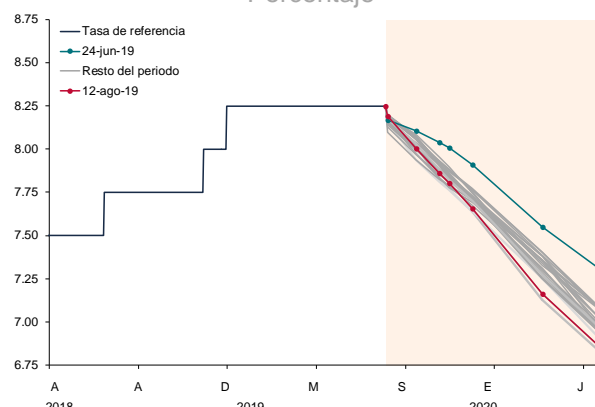


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los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

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

Respecto de las expectativas para la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos, estas presentaron ajustes a la baja con relación a los niveles observados en el periodo anterior (Gráfica 12). En este sentido, tanto el consenso de los analistas del sector privado encuestados por Citibanamex, como las expectativas implícitas en el mercado, no anticipan cambios en la tasa de referencia para la decisión de agosto, si bien en los días previos a la decisión de política monetaria algunos analistas ajustaron su expectativa hacia un recorte en la decisión de agosto. Para el cierre de 2019, la expectativa implícita en las tasas del mercado y la mediana de la citada encuesta de economistas anticipan una disminución de 50 p.b. en la tasa de referencia de política monetaria.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

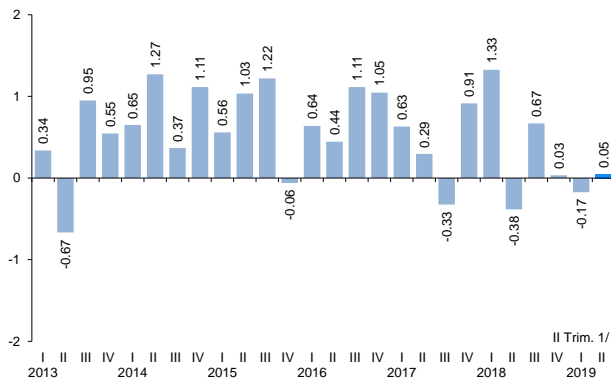
## A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el segundo trimestre de 2019 continuó el estancamiento que la actividad económica ha venido registrando en los trimestres previos (Gráfica 13). Este comportamiento fue resultado de una mayor debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada, en un contexto de marcada incertidumbre, derivada tanto de factores internos como externos. En particular, la inversión fija bruta siguió mostrando un desempeño desfavorable, al tiempo que se mantuvo la debilidad del consumo privado. En contraste, las exportaciones manufactureras presentaron una recuperación.

Respecto de la evolución de la demanda externa, no obstante el debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales, en el segundo trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras reportaron una recuperación con relación a la desaceleración que exhibieron en los dos trimestres anteriores. En particular, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una tendencia al alza, al tiempo que las canalizadas al resto del mundo mostraron cierta recuperación respecto de los niveles observados durante la mayor parte de 2018 y principios de 2019 (Gráfica 14). Por tipo de bien, las exportaciones automotrices siguieron presentando una trayectoria positiva, en tanto que el resto de las manufacturas registraron cierta desaceleración hacia finales del periodo.

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

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



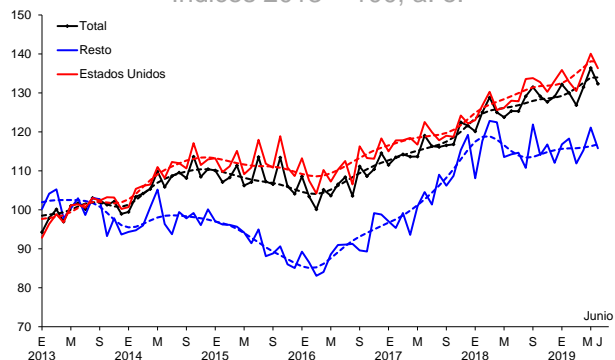
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al segundo 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.

**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.

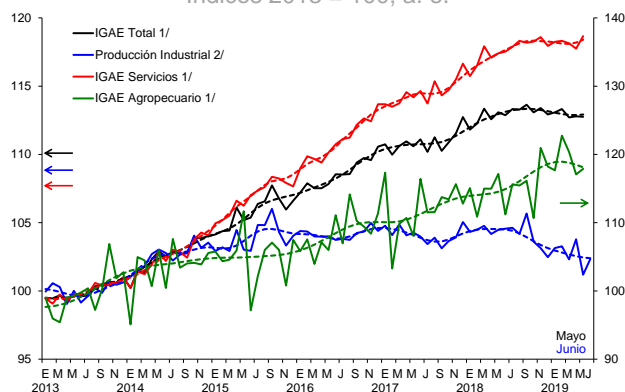
Con relación al desempeño de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, en el bimestre abril — mayo de 2019 persistió la debilidad que el consumo privado ha venido mostrando desde finales de 2018. Este comportamiento fue reflejo de la atonía que ha venido exhibiendo el consumo de servicios desde finales de 2018, así como del estancamiento en el consumo de bienes, explicado en buena medida por el desempeño desfavorable del consumo de bienes importados. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, exhibieron un comportamiento relativamente débil en el segundo trimestre de 2019. En particular, si bien los ingresos en establecimientos comerciales al por menor reportaron una moderada recuperación, las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional continuaron estancadas. A su vez, las ventas de vehículos ligeros mantuvieron una trayectoria negativa. Por su parte, la inversión fija bruta acentuó la tendencia negativa que ha venido presentando desde inicios de 2018, situándose incluso en su nivel más bajo desde agosto de 2014. En efecto, tanto la inversión en construcción como la inversión en maquinaria y equipo de origen importado mostraron fuertes contracciones en el bimestre abril — mayo.

Por el lado de la producción, la información oportuna sugiere que la atonía de la actividad económica de México en el segundo trimestre de 2018 se puede asociar con el débil desempeño de las actividades secundarias, así como con una contracción de las actividades primarias, toda vez que los servicios presentaron una moderada recuperación (Gráfica 15). Al interior de la actividad industrial, se acentuó la trayectoria a la baja que la construcción ha venido registrando desde inicios de 2018, al tiempo que persistió la tendencia decreciente de la minería (Gráfica 16). A su vez, las manufacturas exhibieron cierta recuperación respecto de la desaceleración que se observó durante la segunda mitad del 2018 e inicios del 2019. Por su parte, el comportamiento de los servicios en el bimestre abril — mayo se explicó, principalmente, por las contribuciones positivas en los rubros de transporte e información en medios masivos; los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y los servicios de esparcimiento y otros servicios. En contraste, el comercio y los servicios profesionales y de apoyo a los negocios presentaron retrocesos.



**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.

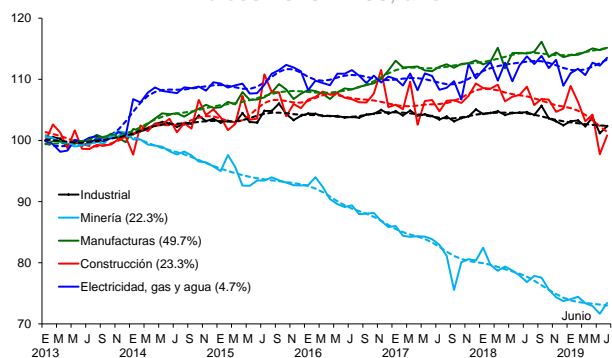
1/ Cifras a mayo de 2019.

2/ Cifras a junio de 2019 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

**Gráfica 16**  
**Actividad Industrial 1/**

Índices 2013 = 100, a. e.



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

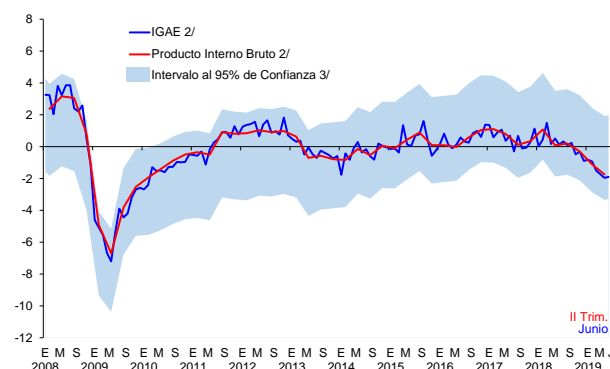
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el segundo trimestre de 2019 las condiciones de holgura continuaron relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo (Gráfica 17). Respecto de las condiciones del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando niveles superiores a los reportados en la mayor parte de 2018 (Gráfica 18). Asimismo, persistió la desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Por su parte, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto se mantuvo en un nivel similar al reportado

en el trimestre previo. A su vez, a principios del segundo trimestre de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero mantuvieron una trayectoria positiva, ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 19).

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



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

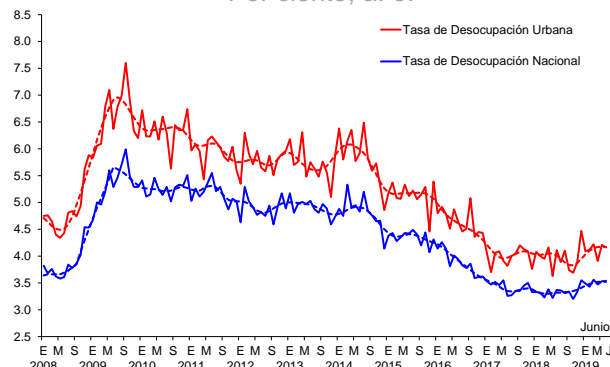
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2019 y del IGAE implícito a junio de 2019, congruente con dicha cifra oportuna.

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.

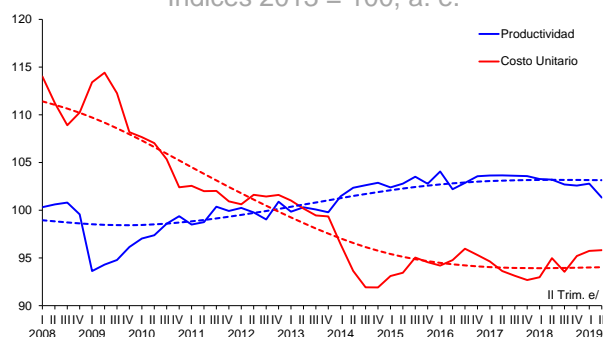


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

**Gráfica 19**  
**Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra <sup>1/</sup>**

Índices 2013 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

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

e/ El dato del segundo trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB oportuno del SCNM del INEGI.

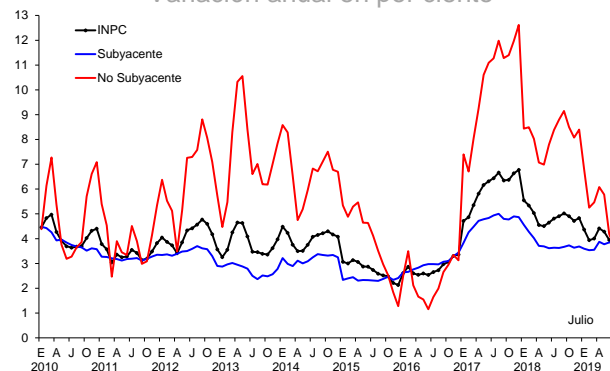
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En junio de 2019, el financiamiento interno al sector privado no financiero presentó un crecimiento real anual inferior al registrado durante el primer trimestre del año. A su interior, el financiamiento a las empresas privadas mostró una desaceleración, resultado principalmente del menor crecimiento del crédito bancario. En tanto, en el segmento de los hogares, el crédito a la vivienda continuó exhibiendo un alto dinamismo, al tiempo que el crédito al consumo mantuvo un bajo ritmo de expansión. Respecto a las tasas de interés, aquellas correspondientes al financiamiento a las empresas no presentaron cambios significativos en el margen, aunque permanecen en niveles elevados. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda han permanecido estables desde el segundo trimestre de 2017, en tanto que las correspondientes a las tarjetas de crédito siguen mostrando una tendencia al alza y las de créditos personales se han incrementado en el margen. Con respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo no mostraron cambios significativos, si bien continúan en niveles elevados.

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

Entre junio y julio de 2019, la inflación general anual se redujo de 3.95 a 3.78% y muestra una tendencia decreciente (Gráfica 20 y Cuadro 1). La disminución en la inflación general anual entre estos dos meses se debió, principalmente, a la reducción que ha seguido exhibiendo la inflación no subyacente.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

En junio y julio de 2019, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.85 y 3.82%, respectivamente, de modo que ha mantenido su persistencia alrededor de 3.80%. A su interior siguen destacando las elevadas tasas de variación anual que continúan exhibiendo los precios de las mercancías alimenticias –si bien registraron una disminución en el margen– (Gráfica 21) y de los servicios (Gráfica 22). En efecto, aunque comienzan a observarse disminuciones en las variaciones anuales de los precios de algunos servicios, esto no es un patrón generalizado y persisten varios servicios con tasas de crecimiento anual en sus precios superiores a 5%. En contraste, las tasas de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias mantienen niveles relativamente estables y menores a 3%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

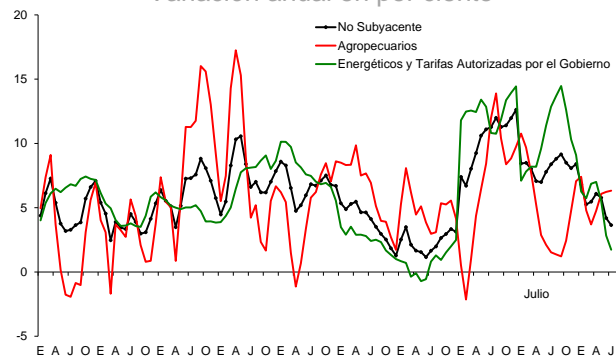
**Gráfica 22**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual, por su parte, siguió presentando una tendencia descendente al pasar de un nivel de 4.19 a 3.64% entre junio y julio de 2019 (Gráfica 23 y Cuadro 1). Este resultado se asocia, en su mayoría, a una disminución en el ritmo de crecimiento en los precios de los energéticos. En particular, de los 17 puntos base en que se redujo la inflación general anual entre los meses mencionados, 16 puntos base se pueden atribuir a las menores contribuciones de las gasolinas y del gas L.P. Por otra parte, si bien las tasas de crecimiento anual de los precios de las frutas y verduras también han ido a la baja, las de los productos pecuarios continúan incrementándose.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado permanecieron relativamente estables, aunque algunas mostraron movimientos diferenciados. En efecto, entre mayo y julio, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2019 disminuyó de 3.75 a 3.65%, mientras que la correspondiente al componente subyacente aumentó de 3.60 a 3.66%. Por su parte, las medianas de las expectativas general y subyacente al cierre de 2020 se mantuvieron en 3.60 y 3.40%, respectivamente. De este modo, la mediana de las expectativas implícitas para el componente no subyacente para el cierre de 2019 se ajustó de 4.24 a 3.76%, en tanto que para el cierre de 2020 permaneció alrededor de 4.35%. Por su parte, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el mediano plazo (próximos 4 años) disminuyeron de 3.54 a 3.50% y de 3.48 a 3.41% entre mayo y julio, respectivamente. Asimismo, las medianas de las expectativas de inflación para el largo plazo (5 a 8 años) para la inflación general y subyacente se mantuvieron en 3.50 y 3.40%, respectivamente. De esta forma, las expectativas para la inflación, tanto general como subyacente, permanecen en niveles por encima del objetivo para la inflación general de 3%. Finalmente, las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) disminuyeron ligeramente entre mayo y julio, si bien se mantuvieron en niveles cercanos a 3.50%, en tanto que la prima por riesgo inflacionario también mostró reducciones marginales.



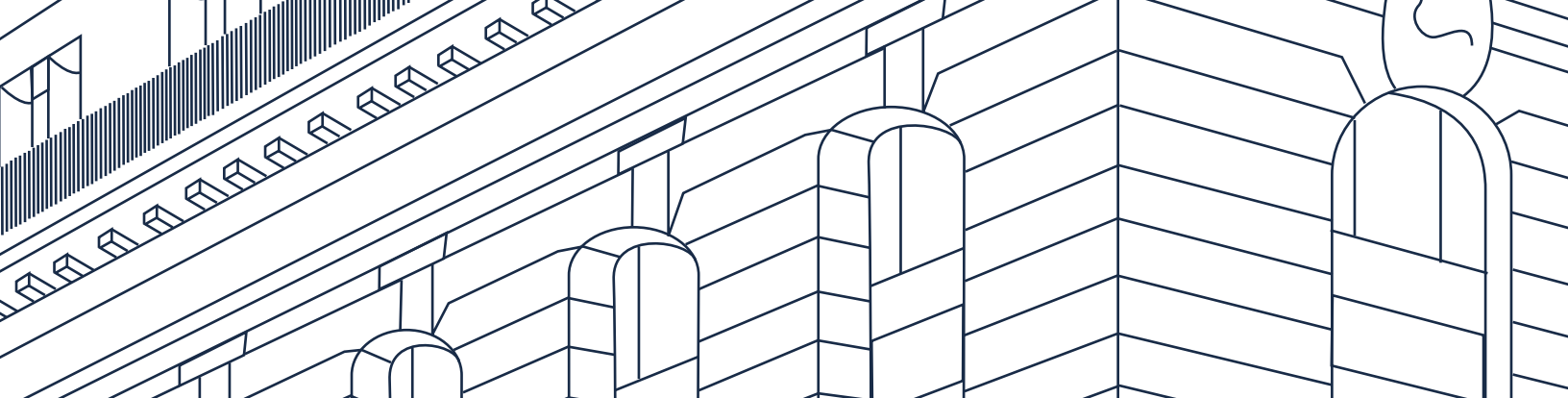
Respecto a los riesgos para la inflación, destacan los siguientes. Al alza, que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente. De igual forma, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. Asimismo, se considera la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado. También, que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios. Que se presente un entorno de debilidad en las finanzas públicas. En este mismo sentido, el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global. De igual forma, que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que estas superen las ganancias en la productividad. En cuanto a los

riesgos a la baja, destaca que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos. También, que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente. Asimismo, que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente. Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación.

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

Concepto	Mayo 2019	Junio 2019	Julio 2019
<b>INPC</b>	<b>4.28</b>	<b>3.95</b>	<b>3.78</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.77</b>	<b>3.85</b>	<b>3.82</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.82</b>	<b>3.92</b>	<b>3.85</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.88	5.01	4.87
Mercancías No Alimenticias	2.78	2.84	2.78
<b>Servicios</b>	<b>3.69</b>	<b>3.75</b>	<b>3.79</b>
Vivienda	2.83	2.84	2.86
Educación (Colegiaturas)	4.86	4.86	4.91
Otros Servicios	4.30	4.39	4.40
<b>No Subyacente</b>	<b>5.78</b>	<b>4.19</b>	<b>3.64</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>6.08</b>	<b>6.23</b>	<b>6.33</b>
Frutas y Verduras	11.26	9.32	5.61
Pecuarios	3.29	4.89	7.06
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>5.50</b>	<b>2.83</b>	<b>1.73</b>
Energéticos	6.51	2.51	0.76
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.64	3.74	4.04

Fuente: INEGI



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 29 de agosto de 2019

