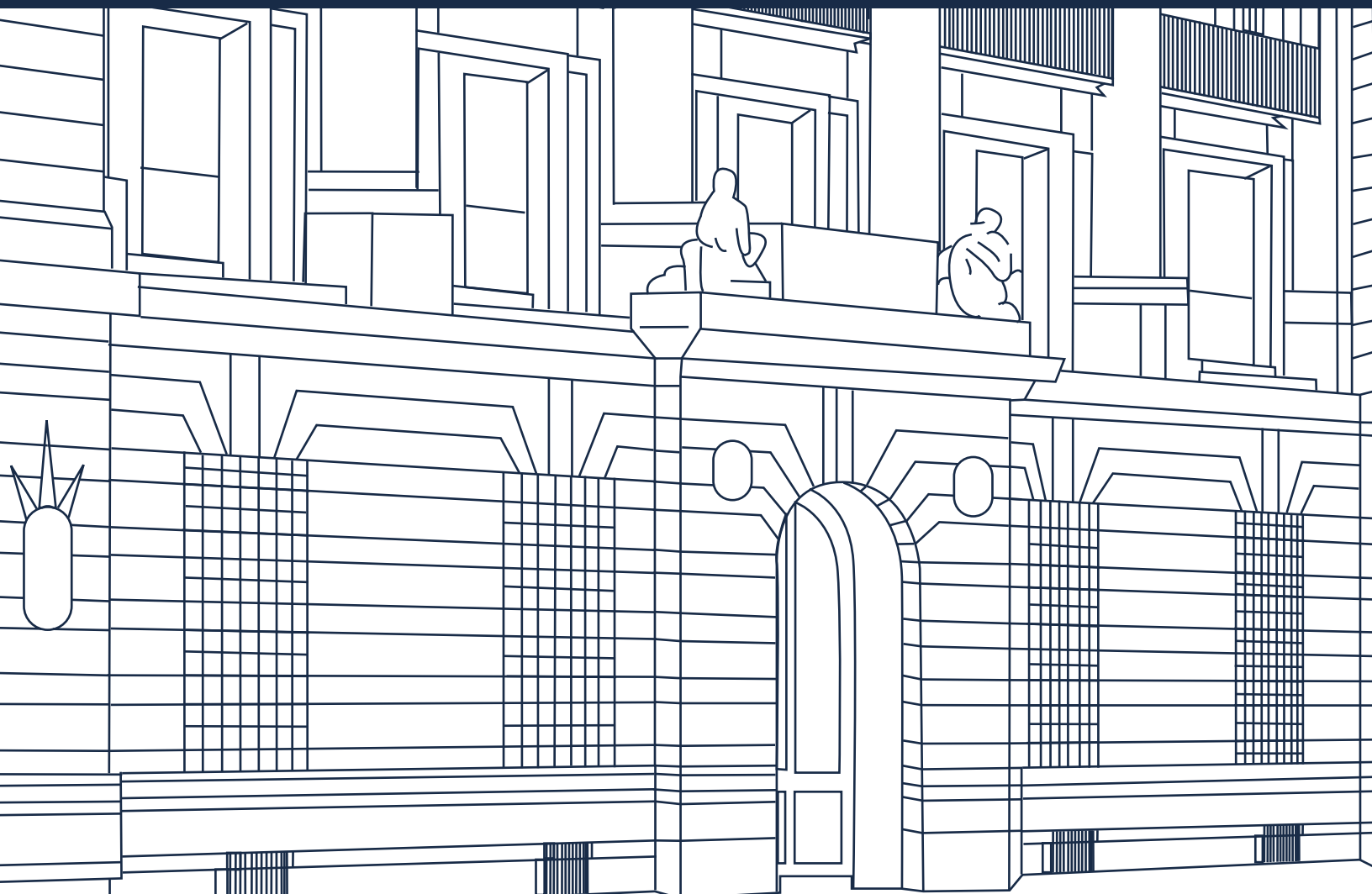




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 65

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 7 de febrero 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: 6 de febrero de 2019.

1.3. Asistentes:

Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Dr. Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Dr. Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Dr. Carlos Manuel Urzúa Macías, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Mtro. Arturo Herrera Gutiérrez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Lic. 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 coincidieron en que hacia finales de 2018 la economía mundial mostró una desaceleración, presentándose un menor dinamismo en la mayoría de las economías avanzadas y en algunas emergentes. Un integrante mencionó que el debilitamiento económico global ha sido persistente, pero moderado. Algunos argumentaron que dicha desaceleración fue más pronunciada que lo previsto, como resultado en parte del escalamiento de los conflictos comerciales y de factores idiosincráticos y geopolíticos. Algunos mencionaron el reciente desempeño negativo de indicadores coincidentes y adelantados de la actividad económica. Uno de ellos destacó la evolución negativa de la producción industrial, el gasto en inversión y los flujos de comercio globales, tanto para economías avanzadas, como más recientemente para emergentes. En cuanto a las perspectivas para la actividad económica global, todos argumentaron que las previsiones de crecimiento para este año se han venido revisando a la baja, y algunos agregaron que también los pronósticos para 2020 han disminuido. Uno señaló

que las tensiones comerciales, principalmente entre China y Estados Unidos, han contribuido a la revisión en las perspectivas de crecimiento.

En cuanto al balance de riesgos para el crecimiento global, la mayoría indicó que este presenta un importante sesgo a la baja, y uno añadió que este se ha deteriorado. La mayoría coincidió en que entre los principales riesgos destacan: i) un escalamiento de las tensiones comerciales; ii) una reducción en el crecimiento de China mayor que el anticipado; y iii) factores políticos, geopolíticos e idiosincráticos. Sobre el primero de estos riesgos, destacó la incertidumbre sobre las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Al respecto, uno alertó que aunque las negociaciones dentro del periodo de 90 días acordado en diciembre parecen llevar un progreso satisfactorio, no se puede descartar un escenario de mayores barreras comerciales entre dichas economías a partir de marzo, lo que tendría implicaciones sobre la economía mundial. En cuanto al segundo de los riesgos, otro miembro sostuvo que la economía china registró su tasa de crecimiento más baja desde principios de los noventa, y que ya se observa una disminución significativa en su comercio con Estados Unidos. Añadió que este menor dinamismo conduciría a una desaceleración de la demanda global por mercancías básicas, con un efecto negativo sobre el comercio mundial. Con respecto al tercer riesgo, algunos mencionaron que ante eventos de naturaleza, ya sea económica, política o geopolítica, los mercados financieros internacionales pueden reaccionar abruptamente, con afectaciones para la economía real. Uno indicó que ello afectaría especialmente a economías emergentes con vulnerabilidades. Entre dichos eventos, la mayoría mencionó la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdos de mutua conveniencia entre las partes, así como la posibilidad de una reanudación del cierre del gobierno de Estados Unidos. Algunos mencionaron que la incertidumbre derivada de dichos factores se ha traducido en una advertencia de un declive adicional en la actividad económica, y uno de ellos señaló que tanto por su incidencia en la economía real, como por la incertidumbre y volatilidad que han propiciado en los mercados, han afectado la confianza de los negocios.

La mayoría señaló el menor dinamismo en la actividad económica de las principales economías avanzadas, y que se ha mantenido la divergencia en su desempeño. Al respecto, algunos apuntaron que la desaceleración económica en Estados Unidos ha sido menor a la del resto de las

economías avanzadas. Un miembro atribuyó lo anterior, entre otros factores, a los efectos transitorios de la postura fiscal pro-cíclica adoptada en este país durante la fase madura de su ciclo económico. Otro mencionó que la contracción económica en la zona del euro se hizo más evidente ante la desaceleración de la demanda externa y la presencia de factores transitorios que han afectado la producción industrial de ciertas economías, además de que la confianza de los negocios se ha mantenido en terreno negativo. En cuanto a las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas, la mayoría coincidió en que se han ido revisando a la baja para 2019 y 2020. En particular, destacó que, en el caso de Estados Unidos, persiste incertidumbre sobre la perspectiva de crecimiento e incluso se ha incrementado la probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses. Algunos apuntaron en este sentido, que algunas variables financieras sugieren la posibilidad de una recesión. No obstante, uno de ellos reconoció que el cambio en la retórica de la Reserva Federal sobre movimientos futuros de su tasa y la posible moderación en la reducción de sus activos podrían mitigar o posponer la posibilidad de dicha recesión. Por otro lado, algunos mencionaron que la perspectiva de desaceleración de Estados Unidos está relacionada con el desvanecimiento de sus estímulos fiscales, una postura monetaria cada vez menos expansiva, los costos económicos del cierre parcial de operaciones de su gobierno, y la reducción en la inversión.

En lo referente a las economías emergentes, la mayoría mencionó que su crecimiento se ha debilitado, y que sus perspectivas económicas se han revisado a la baja. Al respecto, un miembro señaló que la desaceleración de China es un factor de riesgo para otras economías emergentes, tanto de forma directa —a través de un menor comercio— como indirecta —a través de menores precios de las materias primas. La mayoría destacó que la economía china ha presentado mayor desaceleración que el resto y que el riesgo de un dinamismo menor al previsto continúa latente. Uno puntualizó que las estimaciones de crecimiento económico para China se han venido reduciendo de manera estable y sostenida. En este sentido, algunos subrayaron la disposición de las autoridades chinas para buscar un ajuste ordenado en la transición hacia un crecimiento más moderado y balanceado, habiendo considerado medidas de relajamiento fiscal, monetario y regulatorio. Uno puntualizó que para revertir el impacto negativo del conflicto comercial con Estados Unidos, el Banco Popular de China relajó los requerimientos de

reserva, señalando que otorgará mayores facilidades de financiamiento a pequeñas y medianas empresas.

La mayoría apuntó que, como consecuencia de un menor dinamismo económico y de la caída en los precios de los energéticos, se han moderado las presiones inflacionarias a nivel global. Respecto de estas presiones en economías avanzadas, la mayoría mencionó que han disminuido, añadiendo algunos que esto se ha dado tanto en el índice general, como en el subyacente. Algunos miembros puntualizaron que lo anterior se ha observado a pesar del apretamiento de sus mercados laborales y un mayor crecimiento de los salarios. En el caso de Estados Unidos, algunos observaron que la inflación general se encuentra cerca del objetivo de la Reserva Federal de 2%, mientras que en la zona del euro y Japón, la inflación se encuentra todavía por debajo de las metas de sus bancos centrales. Profundizando en Estados Unidos, un miembro precisó que no hay evidencia de posibles presiones inflacionarias en el horizonte, salvo ante algún posible impacto que pudiera emanar de su mercado laboral a raíz de presiones salariales. Un miembro añadió que el desempeño de los precios de los alimentos y de algunos metales industriales, así como un comportamiento favorable de la inflación subyacente en algunas economías emergentes, también han contribuido a disminuir las presiones sobre la inflación mundial. Respecto de la inflación en las economías emergentes, otro miembro subrayó que esta disminuyó ante la caída en los precios del petróleo y de los alimentos, el desvanecimiento del efecto de la depreciación de sus divisas y el menor dinamismo global.

Todos los miembros de la Junta destacaron que el entorno de menor dinamismo de la actividad económica mundial se ha reflejado en una expectativa de normalización de la postura monetaria más lenta de los principales bancos centrales, y en menores tasas de interés de corto y largo plazos en Estados Unidos. La mayoría agregó que, como se esperaba, en enero la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Mencionó que esta Institución señaló que será paciente para realizar cambios en el rango de su tasa objetivo en el futuro. Algunos indicaron que la Reserva Federal mandó señales claras de que la tendencia alcista de las tasas de interés se detendrá al menos por un tiempo, eliminando en su comunicado referencias a alzas adicionales. Al respecto, uno resaltó el cambio en el posicionamiento de la Reserva Federal. Otro notó que, en este entorno, las

variables de mercado ya no incorporan la posibilidad de un aumento en la tasa de referencia este año, e incluso han comenzado a descontar una disminución en 2020. Adicionalmente, la mayoría apuntó que la Reserva Federal señaló que podría ajustar la política de reducción de su hoja de balance en caso de ser necesario, a lo que uno añadió que la normalización de su hoja de balance finalizará antes de lo previsto y en un nivel mayor al que se anticipaba. Sin embargo, otro advirtió que, ante una situación de desaceleración económica pero con una proyección para el crecimiento del PIB arriba del potencial para este año, los retos tanto de evaluación de la posición cíclica como de comunicación se acentúan. Por lo tanto, estimó que no se pueden descartar sorpresas en dicho proceso de normalización monetaria.

Desde una perspectiva de más largo plazo, un miembro sostuvo que a partir de los años posteriores a la crisis financiera de 2008, la Reserva Federal ha utilizado la guía futura de tasas de interés para influir en mayor medida en las expectativas de tasas de interés de corto plazo a lo largo de toda la curva de rendimientos, y fortalecer sus efectos sobre la demanda agregada. Consideró que esta política fue útil para la recuperación cíclica de la economía estadounidense, pero que ha enfrentado retos considerables en la fase actual del ciclo. Al respecto, destacó que, si bien desde hace varios años habían anunciado que el retiro del estímulo monetario sería gradual y preanunciado, ese tipo de guía y compromiso enfrenta importantes retos cuando la postura monetaria se encuentra cerca de un posible punto de inflexión, o enfrenta un entorno marcadamente más incierto. Puntualizó que esto ha sucedido en los últimos meses, donde el tránsito cíclico de la economía estadounidense se ha vuelto más incierto. Comentó que esto propició un ajuste considerable en el mensaje de la Reserva Federal, que en septiembre parecía estar operando bajo una estrategia preanunciada, mientras que hacia finales de diciembre y en enero anunció que sus acciones estarán determinadas con base en la información más reciente. Por otra parte, otro integrante subrayó que en la zona de euro y en Japón, los respectivos bancos centrales mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia, y afirmó que el Banco de Japón señaló que implementará una política monetaria altamente acomodaticia por un tiempo prolongado. Por otra parte, en cuanto a las economías emergentes, recalcó que la mayoría de los bancos centrales mantuvieron sin cambio sus posturas monetarias y que varios han enfatizado que se mantendrán vigilantes ante eventos y nueva información que

podrían poner en riesgo la convergencia de la inflación a su objetivo.

La mayoría mencionó que en semanas recientes los mercados financieros, tanto de economías avanzadas como emergentes, han registrado un desempeño más favorable, asociado, en buena medida, a que los bancos centrales de economías avanzadas, principalmente la Reserva Federal, han señalado que en lo sucesivo procederán con mayor cautela. Algunos coincidieron en que las tasas de interés en estas economías disminuyeron y uno notó que ello ha sido mayor en Estados Unidos. Así, algunos destacaron que la curva de rendimientos en ese país mostró un importante aplanamiento. La mayoría comentó que lo anterior se ha reflejado en una apreciación de la mayoría de las monedas de economías emergentes frente al dólar. Uno enfatizó que las divisas con mejor desempeño fueron aquellas con mayores diferenciales de tasas de interés con respecto a países desarrollados. Algunos destacaron que derivado de este entorno las economías emergentes han registrado importantes entradas de capital.

Sin embargo, la mayoría advirtió que persisten riesgos cuya materialización puede afectar a los mercados financieros significativamente. Algunos indicaron que se podría acentuar la desaceleración económica global y generar mayor volatilidad financiera, revirtiéndose el aparente mayor apetito por riesgo. Uno agregó que las condiciones financieras, de por sí estrechas, podrían presentar un apretamiento adicional. En este sentido, algunos integrantes advirtieron que ya durante 2018, los mercados financieros se vieron afectados, precisamente por un deterioro de las perspectivas de crecimiento debido a la materialización de algunos riesgos para la economía global. Uno recordó que lo anterior condujo a un menor apetito por riesgo. Puntualizó que el ajuste inicial en los mercados financieros ante un entorno de mayores tasas de interés, implicó una importante corrección a la baja en los mercados accionarios y elevados diferenciales de riesgo de crédito, restringiéndose las condiciones financieras. Manifestó que hacia finales del 2018, los mercados se fueron recuperando a medida en que se fue consolidando la previsión de menores tasas de interés. Finalmente, subrayó que ahora que se prevén menores presiones provenientes de los mercados externos, el desempeño de las economías emergentes estará determinado, en mayor medida, por factores de riesgo idiosincráticos y la solidez de sus cimientos macroeconómicos.

En cuanto a la actividad económica en México, la mayoría destacó que en el cuarto trimestre de 2018, esta exhibió una desaceleración importante respecto del trimestre anterior. Uno comentó que esto fue determinado tanto por factores transitorios como por otros de naturaleza más persistente y que, así, el ritmo de crecimiento económico mantuvo la tendencia a la baja que se ha venido observando desde 2016. Algunos mencionaron que la evolución del mercado laboral también sugiere un debilitamiento de la actividad económica en dicho periodo. Por su parte, un miembro precisó que las cifras oportunas al cuarto trimestre de 2018 implican un crecimiento de 2% para todo el año, mismas que muestran los efectos de algunos factores que han incidido adversamente sobre el crecimiento. Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que el consumo mostró indicios de desaceleración en el cuarto trimestre de 2018. No obstante, uno señaló que, en general, el consumo ha mantenido una tendencia positiva apoyada en la recuperación de la masa salarial y el vigor de los ingresos por remesas, que en 2018 registraron un máximo, superior a los 33 mil millones de dólares. Por su parte, la mayoría mencionó que la inversión privada continuó con una trayectoria negativa y uno aseveró que ello obedece tanto al menor gasto en construcción, como en maquinaria y equipo. La mayoría señaló que las exportaciones manufactureras mantuvieron en el último trimestre de 2018 un nivel similar al registrado en el tercer trimestre previo. Por su parte, un integrante indicó que en diciembre las importaciones mostraron una drástica caída con respecto al mes anterior. Otro señaló que se espera que a finales de 2018, el sector público haya seguido siendo un freno para la demanda agregada.

Uno señaló que indicadores recientes sugieren que el debilitamiento de la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2018 puede extenderse al comienzo de 2019. Por ejemplo, destacó que el consumo mostró por primera vez indicios de desaceleración. Otro comentó que está pendiente saber si la desaceleración económica es transitoria, derivada del ajuste que ocurre con un cambio de administración o si es un fenómeno asociado con una nueva fase del ciclo económico. Argumentó que quizá el indicador más evidente de este último fenómeno, es lo que se refleja en la tendencia de todos los componentes del Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores Cíclicos del INEGI, los cuales llevan al menos cuatro meses consecutivos con una contribución negativa al mismo y apuntó que en algunos de estos, la contribución negativa ha sido ya de por lo menos 9 meses consecutivos.

Señaló que la última vez que dicho indicador alcanzó un valor tan bajo como el de noviembre de 2018 con una tendencia negativa, fue entre noviembre y diciembre de 2008, justo al inicio de la última recesión en México.

Otro miembro comentó que no existe suficiente información estadística que permita hacer una evaluación precisa de la actividad económica a principios de 2019. Sin embargo, agregó que la debilidad económica pudiera estarse acentuando en el primer trimestre de este año, ya que no se observan cambios en los determinantes fundamentales que han afectado recientemente a la economía, subrayando una situación internacional compleja y en desaceleración, y un entorno interno de persistente incertidumbre. Señaló que a lo anterior debe agregarse el impacto de choques transitorios, especialmente el desabasto de gasolina en diversas regiones del país, el bloqueo al tránsito de ferrocarriles en Michoacán, los conflictos laborales en Tamaulipas y el cierre de las actividades gubernamentales en Estados Unidos. En este contexto, el mismo miembro manifestó que las perspectivas para el crecimiento económico en los próximos dos años se han deteriorado, y que se vislumbra para 2019 una expansión por debajo de la observada en 2018, que se fortalecería ligeramente en 2020. Al respecto, algunos miembros advirtieron que tales previsiones están sujetas a un mayor grado de incertidumbre. Uno agregó que no sorprendería que la tasa de crecimiento del primer trimestre de 2019 sea negativa. Otro consideró que el entorno de crecimiento para 2019 estará sujeto a las políticas públicas que se implementen. La mayoría destacó que los especialistas del sector privado han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2019. Uno ahondó en que la dispersión de los pronósticos de estos especialistas aumentó entre diciembre de 2018 y enero de 2019, reflejando mayor incertidumbre. Asimismo, señaló que el rango de dichos pronósticos descendió durante el mismo lapso. Otro mencionó que el deterioro en las perspectivas de crecimiento es lo que más preocupa, ya que llevamos tres años seguidos con una inversión fija bruta estancada y sin el dinamismo suficiente en el consumo y exportaciones para fomentar mayor crecimiento. Agregó que el arranque sexenal siempre es complicado y que ahora viene acompañado de dificultades transitorias adicionales como los problemas en la distribución de combustibles, las interrupciones en vías ferroviarias y los conflictos laborales en el estado de Tamaulipas. Opinó que, si de por sí persiste un ambiente de cautela en la

inversión, en adición a los impactos directos e indirectos de estos acontecimientos, tenemos que añadir ahora un mayor freno anímico.

Todos comentaron que el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado a la baja; uno agregó que este sesgo se observa tanto en un horizonte de corto como de mediano plazo y algunos señalaron que el balance se deterioró. Uno de ellos argumentó que existen factores externos e internos que han incrementado sustantivamente la incertidumbre sobre el desempeño económico del país. La mayoría advirtió que en el inicio del 2019 se han presentado factores transitorios que podrían afectar al crecimiento del primer trimestre del año. Uno resaltó que se estima que la escasez de combustible en algunas entidades federativas tendrá un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB del primer trimestre de 2019 y dependerá de su intensidad y duración.

Además de los riesgos globales ya descritos, la mayoría mencionó otros riesgos a la baja para el crecimiento, entre los que destacan: i) que se enfrenten obstáculos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados entre México, Estados Unidos y Canadá; ii) que se presenten factores que propicien mayor incertidumbre interna y menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana; y, iii) que se presenten atrasos en la ejecución del gasto público ante el inicio de la nueva administración. En ese sentido, uno agregó que dado el menor dinamismo mundial, enfrentaremos cierta desaceleración en el comercio exterior, el cual ha sido uno de los principales motores de crecimiento de nuestro país en los últimos años. Otro advirtió que la sustantiva reasignación del gasto público puede traducirse en mayores retrasos e ineficiencias en la asignación de recursos y debilitar la actividad económica en mayor magnitud de lo que normalmente sucede al inicio de cada sexenio. Uno añadió la incertidumbre en torno al rumbo de las políticas públicas en los próximos años, lo que en su opinión está obstaculizando la recuperación de los muy bajos niveles de confianza empresarial. Adicionalmente, algunos advirtieron que un crecimiento menor al estimado disminuiría la recaudación tributaria, dificultando la ejecución del gasto público hacia la segunda mitad del año.

Como riesgos al alza para el crecimiento, algunos señalaron el importante aumento en la confianza de los consumidores. Uno agregó el posible efecto positivo que pudieran tener los nuevos programas sociales, que podrían dar un impulso importante al

mercado interno al enfocarse en segmentos de la población, como adultos mayores y jóvenes, con una elevada propensión a consumir. Otro añadió como un riesgo, que la política económica y el gasto público podrían empezar a acomodarse para tener una contribución positiva en el crecimiento económico, lo que podría sorprender al alza hacia la segunda mitad del año o bien, hacia 2020. Además, mencionó que, ante el deterioro en las expectativas de crecimiento, llama la atención el incremento inusitado en la confianza del consumidor, motivado especialmente por la percepción futura de la situación económica del país, que se ubica en máximos históricos. Notó que existe un contraste excepcional con la confianza empresarial, que en realidad no ha cambiado mucho en los últimos meses. No obstante, especificó que este último indicador ha mejorado en los últimos dos años y mantiene una trayectoria ligeramente por arriba del umbral de los 50 puntos. Puntualizó que la percepción de los consumidores respecto de la situación económica futura del país es mayor que la de los empresarios, mientras que la correspondiente a la situación futura del hogar está prácticamente empatada con la percepción futura de la empresa. Al respecto señaló que, a pesar de los acontecimientos de los últimos meses y del deterioro en las proyecciones de crecimiento, las empresas mantienen expectativas positivas, mientras que los consumidores tienen más confianza en las acciones del gobierno. Concluyó que es posible que estos niveles de confianza favorezcan al consumo y una eventual recuperación en la inversión privada, lo que podría traducirse en un mejor desempeño económico en la segunda mitad del año, o bien para 2020.

La mayoría de los miembros consideró que las condiciones de holgura en la economía se relajaron hacia finales de 2018 e inicios de este año, destacando uno que estas se han mantenido en niveles menos estrechos que los registrados a principios de 2018. Al respecto, otro apuntó que, al excluir la producción petrolera, estas se mantuvieron en terreno neutral. Respecto al mercado laboral, algunos señalaron el aumento en la tasa de desempleo a finales de 2018, y uno notó la desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS en el último trimestre del año. Asimismo, indicó que las cifras del mercado laboral pueden haber sido afectadas por factores coyunturales como la suspensión de la construcción del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México, que también se habrían reflejado en general en la actividad económica. Algunos miembros mencionaron que no obstante lo

anterior, el mercado laboral mantiene condiciones estrechas. Algunos señalaron que se prevé que las condiciones de holgura en la economía pudieran ampliarse en los próximos trimestres e indicaron que es muy probable que durante el periodo de influencia de la política monetaria la brecha del producto con y sin petróleo comience a ubicarse en una zona negativa. Uno de ellos apuntó que es importante considerar que partimos de una situación con una brecha que no es muy diferente de cero.

La mayoría destacó que de noviembre a enero la inflación general disminuyó, precisando algunos que pasó de 4.72% a 4.37% en dicho periodo. Señaló que este descenso fue producto, principalmente, de la reducción de la no subyacente. Uno de ellos indicó que la inflación general continuó con la tendencia a la baja mostrada desde septiembre. Otro alertó que, si bien esta lectura va en la dirección correcta, es prematuro concluir que la inflación ha retomado una clara trayectoria a la baja. Añadió que los indicadores coyunturales y prospectivos asociados a los precios sugieren, a pesar de la mejora en el margen, que el proceso inflacionario continúa mostrando una fuerte resistencia a disminuir. Asimismo, un integrante mencionó que la disminución en enero se debió a ajustes de una sola vez, como la reducción del IVA en la franja fronteriza. Otro agregó que la inflación general ha resentido los importantes ajustes en el tipo de cambio real. No obstante, un miembro opinó que las cifras más recientes de inflación están en línea con la trayectoria anticipada de convergencia paulatina hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Con respecto a los componentes de la inflación general, todos los miembros resaltaron que la subyacente continúa presentando resistencia a la baja y algunos puntualizaron que pasó de 3.63% en noviembre a 3.60% en enero. La mayoría comentó que dicho subíndice ha permanecido alrededor de 3.6% en los últimos 10 meses. Uno enfatizó que este presenta una elevada persistencia que no ha permitido que desde hace meses disminuya con la rapidez deseada. Algunos apuntaron que, dado que constituye un indicador más adecuado de las presiones fundamentales sobre los precios y es el componente que más debería responder a las acciones de política monetaria, su persistencia es preocupante. No obstante, otro consideró que a pesar de su rigidez, la inflación subyacente parece haber iniciado una fase descendente. Respecto de los factores que explican el comportamiento del

subíndice, algunos mencionaron el aumento en los precios de servicios distintos a la vivienda y a la educación, así como los efectos indirectos de aumentos en los precios de los energéticos, a lo que uno añadió los efectos indirectos de aumentos recientes en los precios de algunas frutas y verduras. Otro agregó el impacto del tipo de cambio, las condiciones de estrechez observadas hasta hace poco en la economía y el incremento de los salarios reales durante 2018. Con respecto a la inflación no subyacente, algunos precisaron que entre noviembre y enero esta disminuyó de 8.07% a 6.81%. Algunos mencionaron que lo anterior refleja menores incrementos en los precios de energéticos y de productos pecuarios, aunque esto fue contrarrestado parcialmente por mayores aumentos en los precios de algunas frutas y verduras. Uno señaló que las tendencias recientes de la inflación subyacente y de la no subyacente parecen estar asociadas tanto a la credibilidad de las decisiones de política monetaria del Banco de México, como a la operación de los canales reales de transmisión de la política monetaria.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación general para 2019 y 2020 mostraron un claro deterioro en diciembre y cierta mejoría en enero. Destacó que las correspondientes al cierre de 2019 pasaron de 3.71% en octubre a 3.89% en diciembre, y luego disminuyeron a 3.80% en enero. Algunos notaron que las correspondientes al cierre de 2020 aumentaron de 3.5% a 3.79% y después disminuyeron a 3.71% en los mismos periodos de comparación. En cuanto a las expectativas para la inflación subyacente para el cierre de 2019, la mayoría resaltó que estas pasaron de 3.45% en octubre a 3.50% en diciembre y enero. La mayoría calificó el comportamiento de las expectativas de inflación derivadas de encuestas como mixto, ya que las de la inflación general mejoraron de diciembre a enero, mientras que las de la subyacente no lo hicieron. Un integrante mencionó que tanto las expectativas de inflación general, como de la subyacente, tuvieron un cambio de tendencia, ya que entre mayo y diciembre de 2018 ambas habían venido aumentando en forma constante y significativa. Por su parte, algunos subrayaron que la persistencia del componente subyacente incluso ha contaminado las expectativas de inflación, añadiendo uno que, en particular, ha influido en las de mediano plazo.

La mayoría indicó que las expectativas de inflación general para el mediano y largo plazos siguen ubicándose por encima de la meta permanente de 3%, en niveles alrededor de 3.50%. Uno apuntó que

se observa una convergencia de las expectativas de largo plazo para la inflación subyacente hacia los niveles de la general. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, algunos recalcaron que la prima por riesgo inflacionario de mediano y largo plazos presentó un deterioro hacia finales de 2018 y posteriormente disminuyó, si bien continúa en niveles elevados. Uno puntualizó que dichos niveles continúan sugiriendo riesgos significativos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos.

Algunos miembros notaron que los pronósticos de inflación, sugieren una trayectoria de reducción de la inflación hacia su meta en línea con lo planteado en el último Informe Trimestral. Otro recalcó que se estima que los pronósticos para los siguientes 12 meses tengan revisiones mixtas. Respecto de las perspectivas para la inflación general, un miembro señaló que han sido afectadas significativamente por la no subyacente, la cual también ha presionado a la subyacente, si bien sus efectos han disminuido ligeramente. Algunos destacaron una revisión al alza de la inflación subyacente durante el primer semestre del año por la resistencia a disminuir que ha mostrado, enfatizando uno que esto puede afectar la convergencia de la inflación general a su meta. Otro advirtió que persiste el riesgo de presiones inflacionarias que no sean congruentes para alcanzar la meta en el plazo previsto y que se requieren más observaciones favorables para confirmar que los riesgos sobre la posibilidad de que se dieran efectos de segunda ronda han comenzado a disiparse. No obstante, un miembro opinó que las cifras más recientes apuntan a que la trayectoria de la inflación general, subyacente y no subyacente, podría estar convergiendo incluso más rápido de lo que se había planteado en la última publicación del Informe Trimestral.

La mayoría de los miembros consideró que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre. Uno indicó que el sesgo al alza es ligero y otro precisó que la inflación enfrenta a la vez un escenario relativamente más benigno que en el anuncio anterior. En cuanto a los principales riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional continúe viéndose presionada por factores externos e internos, añadiendo uno que este representa, en su opinión, uno de los principales riesgos para la inflación en el futuro cercano. La mayoría mencionó que la inflación también podría verse afectada en caso de que se observen nuevas presiones sobre

los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios, o si se presenta un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global, o en caso de que se deterioren las finanzas públicas. Uno notó que este último riesgo se ha incrementado. Algunos indicaron que la prolongación del problema de desabasto de combustibles, así como de los bloqueos de vías férreas y los conflictos laborales, también constituyen riesgos para la inflación. Adicionalmente, la mayoría coincidió en que, dada la magnitud de los aumentos recientes en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con afectaciones en el empleo formal y en los precios. Uno estimó que ello implicaría una mayor resistencia, o inclusive presiones adicionales en la inflación subyacente.

Asimismo, otro alertó que podrían presentarse efectos de segunda ronda en el proceso de formación de precios. Además, la mayoría advirtió sobre la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente, la cual podría dar lugar a una mayor resistencia a disminuir de las expectativas de inflación de largo plazo. Uno de ellos subrayó que, en particular, preocupa la perspectiva de que la inflación subyacente se ubique durante los próximos meses en niveles por encima de lo que se proyectaba hasta hace poco. Adicionalmente, algunos integrantes recalcaron que las expectativas de inflación derivadas de instrumentos de mercado continúan apuntando a riesgos al alza para la inflación. Uno de ellos destacó que lo anterior se observa para el mediano y largo plazos, y otro sostuvo que las expectativas provenientes de encuestas también apuntan a dicho riesgo. Uno añadió que las expectativas de inflación basadas en encuestas muestran un comportamiento contrastante. Afirmó que aquellas para 2019 y 2020 vinculadas a la inflación general han comenzado a disminuir, en tanto que las referidas a la inflación subyacente registran una ligera tendencia al alza. Preciso que, en el caso de las expectativas de inflación de largo plazo, si bien las correspondientes a la inflación general se mantienen estables en 3.5%, se observa una convergencia de aquellas para la inflación subyacente hacia los niveles de la general. Argumentó que, de mantenerse, esta tendencia representaría un deterioro de las expectativas de inflación de largo plazo, ya que implicaría un anclaje más firme de dichas expectativas en niveles superiores a la meta. Otro consideró que dicha

tendencia ascendente y la menor dispersión entre los pronósticos de los encuestados en niveles superiores a la meta en los últimos meses sugieren un riesgo de contaminación de las expectativas de inflación de largo plazo. En cuanto a los riesgos a la baja, algunos integrantes mencionaron la posibilidad de que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, o que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto.

Todos destacaron que desde la última decisión de política monetaria los precios de los activos financieros en México mostraron un mejor desempeño. La mayoría concordó que ello fue reflejo del entorno externo más favorable que se ha descrito, así como de factores internos tales como el paquete económico para 2019 presentado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que incluyó metas fiscales en línea con lo esperado por el mercado, la aceptación por parte de inversionistas de la oferta de recompra de bonos del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México, y la implementación de una política monetaria prudente con diferenciales de tasas de interés superiores a los de otras economías. Todos señalaron que la cotización de la moneda nacional registró una apreciación y una disminución en su volatilidad, añadiendo uno que las condiciones de operación del mercado cambiario mostraron una mejoría y que las expectativas de tipo de cambio de los analistas se han revisado a la baja. La mayoría indicó que las primas de riesgo y las tasas de interés de mediano y largo plazos se redujeron, y algunos apuntaron que las condiciones de operación del mercado de deuda gubernamental también mejoraron. Un miembro manifestó que se han observado flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros, particularmente en los valores gubernamentales. En lo concerniente al mercado accionario, la mayoría comentó que, en línea con la apreciación del peso y el descenso de las tasas de interés, este mostró ganancias durante el mismo periodo, y algunos indicaron que este revirtió las pérdidas que tuvo en el último trimestre de 2018. La mayoría resaltó que recientemente los mercados financieros nacionales resintieron la revisión de la calificación crediticia de Pemex de BBB+ a BBB- con perspectiva negativa por parte de la agencia calificadora Fitch, si bien uno puntualizó que dicha revisión ya era anticipada por el mercado. Uno destacó que a pesar de esto último, las primas de riesgo soberano no se han visto afectadas, si bien no puede descartarse un impacto en las mismas de acentuarse esta situación. La mayoría

enfatizó que si bien los precios de los activos financieros en el país han mostrado un comportamiento positivo, la paridad peso-dólar, las tasas de interés de mediano y largo plazos, y las primas por riesgo se encuentran en niveles superiores a los registrados a principios de octubre. Mencionó que esto fue antes de que aumentara la incertidumbre interna como consecuencia de factores como el anuncio de la cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México, la presentación de algunos proyectos legislativos y el aumento de las preocupaciones sobre el modelo de negocios de Pemex. Al respecto, uno precisó que en los mercados financieros nacionales se mantiene un entorno de elevada incertidumbre, especialmente por factores internos. Otro miembro mencionó que el balance de riesgos macrofinancieros se ha deteriorado ante la creciente incertidumbre sobre el entorno económico y financiero del país. Señaló que ello podría significar menores entradas al país de inversión extranjera tanto directa como de cartera, con su consecuente impacto en el tipo de cambio. Por su parte, otro agregó que hacia adelante no se pueden descartar episodios de volatilidad en los activos locales en respuesta a factores externos y/o internos.

Desde una perspectiva de mayor plazo, un miembro argumentó que en los últimos años la economía ha enfrentado dos grandes choques: i) una menor disponibilidad de recursos externos; y ii) un importante deterioro en la balanza comercial petrolera. La combinación de ambos choques ha conducido a un ajuste significativo de la balanza comercial no petrolera. Reconoció que la economía también se ha visto afectada por la incertidumbre acerca de la relación comercial con Norteamérica, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y otros factores idiosincráticos. Sostuvo que lo anterior ha requerido de una importante depreciación del tipo de cambio real. Mencionó que, para que dicho ajuste se dé ordenadamente y con la menor afectación posible sobre el producto, se requiere que el tipo de cambio nominal sea flexible, y que la inflación permanezca contenida y cercana a su meta. A su vez, indicó que este proceso requiere la combinación de una postura fiscal sólida y una postura monetaria responsable que evite la contaminación de las expectativas de inflación y el deterioro de la formación de precios. Recalcó que la economía aún enfrenta una importante restricción de financiamiento externo que es prioritario revertir. Al respecto, otro miembro subrayó que el mayor riesgo de no mitigar la incertidumbre económica y

financiera del país es la posibilidad de tener menores flujos de inversión extranjera (directa y de cartera) con los consecuentes aumentos de primas de riesgo que encarecerían el crédito entorpeciendo la recuperación económica.

La mayoría de los miembros consideró que el entorno actual continúa presentando riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país. Mencionó dentro de estos riesgos la fragilidad financiera y el futuro de Pemex y, en particular, el riesgo de un deterioro adicional en su calificación crediticia, ya que ello podría impactar el costo financiero del gobierno federal y, en general, a las condiciones de acceso a financiamiento externo del país. Un miembro subrayó que la estrategia de negocios que adoptará esta empresa jugará un papel clave en la determinación de las perspectivas de corto y mediano plazo sobre la economía nacional. Sostuvo que lo anterior se debe no solo a la escala de la empresa y su interconexión con múltiples empresas e instituciones financieras nacionales, sino también a que tiene un papel relevante en los mercados financieros nacionales e internacionales, destacando la importancia que tiene la deuda de Pemex en los portafolios de diversos inversionistas institucionales dedicados a economías emergentes. Por su parte, otro mencionó que las acciones anunciadas recientemente para mejorar la situación financiera de Pemex representan un elemento positivo, pero sostuvo que se requieren esfuerzos adicionales para fortalecer la capacidad de producción de la compañía y sus perspectivas financieras, y por tanto, la credibilidad de las metas fiscales tanto a corto como a largo plazos. Señaló que la intención de las autoridades de anunciar en breve un paquete de medidas orientado a enfrentar estos desafíos es de gran relevancia, ya que un acrecentamiento de las dificultades de Pemex tendría consecuencias importantes para las finanzas públicas y, en general, para la economía del país. La mayoría sostuvo que un potencial apoyo financiero a Pemex por parte del gobierno federal o una reducción de su carga fiscal que atienda sus problemas estructurales podrían mitigar los riesgos mencionados, siempre y cuando dichas medidas sean compatibles con el cumplimiento de las metas fiscales ya establecidas.

La mayoría señaló que para promover mayor crecimiento económico es fundamental la consecución de un marco macroeconómico sólido, así como medidas que contribuyan a incrementar la productividad. En este sentido, algunos consideraron relevante que se propicie un ambiente

de confianza y certidumbre para la inversión y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Como un riesgo para esto último, algunos destacaron, además de la ya mencionada fragilidad financiera de Pemex, la posibilidad de un crecimiento del PIB menor al previsto, lo cual podría afectar la recaudación y poner en riesgo el cumplimiento de las metas fiscales. Uno sostuvo que es importante que se cumpla la meta de un superávit primario de 1% del PIB para 2019. Finalmente, algunos apuntaron que el marco macroeconómico que acompañó al paquete fiscal para 2019 presentado en diciembre pasado contribuyó a elevar la confianza de los inversionistas y obtuvo una respuesta positiva de los mercados.

Respecto a las medidas para incrementar la productividad, algunos consideraron que las políticas públicas deben incentivar una asignación eficiente de los recursos en la economía. En este sentido, uno de ellos enfatizó que preocupan las políticas que afectan la formación de precios, como los aumentos en salarios mínimos y los precios de garantía. Algunos señalaron la necesidad de garantizar el Estado de derecho y superar los problemas de inseguridad pública, corrupción e impunidad. Uno de ellos agregó a estas medidas la necesidad de adoptar políticas públicas que promuevan el fortalecimiento del capital humano, la adopción de nuevas tecnologías, la reducción de las brechas de oportunidades y que generen los incentivos adecuados para el crecimiento y el desarrollo. Otro miembro subrayó la necesidad de evaluar cuidadosamente las implicaciones de la estrategia económica actual para el crecimiento de la economía en el largo plazo, e introducir las medidas correctivas cuando sea necesario, particularmente en virtud del bajo crecimiento potencial de la economía y los riesgos que representa para esta la contracción que continúa observándose en los cocientes de inversión. Por otra parte, la mayoría reconoció que la debilidad en la inversión es un factor que puede afectar la productividad y el crecimiento futuro del país. Uno añadió que es deseable que la nueva inversión pública se destine a proyectos de probada rentabilidad económica y social.

Todos concordaron en que la actividad económica se ha desacelerado y mantiene un balance de riesgos sesgado a la baja. Uno consideró que la desaceleración económica debería, en principio, favorecer un proceso más rápido de reducción en la inflación. Sin embargo, notó que en la actual coyuntura persisten riesgos inflacionarios derivados

del complicado entorno económico y financiero del país. Por su parte, otro comentó que el entorno actual presenta disyuntivas y riesgos de corto, mediano y largo plazos, y que es claro que los retos que enfrentan la economía y la inflación no solo son de naturaleza cíclica. En este sentido, recalcó que se debe evitar caer en una situación en la que se presente un periodo de debilidad en el crecimiento económico y que, a la vez, otros factores que inciden sobre la formación de precios mantengan a la inflación presionada y por encima de su meta.

La mayoría coincidió en que la evolución de la inflación general ha estado en línea con el pronóstico dado a conocer a finales de noviembre en el último Informe Trimestral y que la inflación subyacente continúa presentando una resistencia a disminuir. Uno mencionó que esto último es preocupante, ya que dicho componente debería responder de manera más clara a las acciones de política monetaria. Otro destacó que, si bien el componente subyacente ha mostrado rigidez, ha comenzado a mostrar una fase descendente.

La mayoría apuntó que es importante que el Banco de México mantenga un enfoque prudente y mande una señal clara de su compromiso con su mandato de estabilidad de precios. En este sentido, la mayoría consideró que la postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que esta opera. Uno agregó que el panorama que enfrenta la inflación, aunado a que persiste el riesgo de que se desanclen las expectativas de inflación, sugieren que se mantenga por un periodo prolongado la restricción de política monetaria que se ha implementado. Otro sostuvo que el Instituto Central debería estar atento a las condiciones imperantes en la economía mexicana para que el mantenimiento de una postura monetaria muy restrictiva no se prolongue demasiado, en caso de que las condiciones de holgura de la economía continúen ampliándose de manera significativa. Un integrante subrayó que la combinación de un debilitamiento de la actividad económica, por una parte, y persistentes presiones inflacionarias con un balance de riesgos al alza y expectativas de inflación de corto y largo plazos por encima de las previsiones del Banco Central, por la otra, agudiza los retos para la política monetaria. Argumentó que esta debe concentrarse en el logro de la meta de inflación, pero considerando los niveles elevados de incertidumbre que prevalecen, así como las implicaciones que la evolución de la actividad económica tiene sobre los precios y la necesidad de que la convergencia hacia la meta se

logre de una manera ordenada y eficiente. Señaló que lo anterior requiere de un enfoque prudente en el que las decisiones de política monetaria dependerán en lo fundamental de la información adicional sobre la inflación, sus determinantes y sus perspectivas, y en el que se debe buscar fortalecer la credibilidad del Banco Central. Indicó que en virtud de la anterior no pueden descartarse ajustes adicionales al alza de la tasa de interés de política monetaria. Uno enfatizó que la comunicación del Instituto Central no debería reflejar un relajamiento de la postura monetaria ante el debilitamiento de la actividad económica, sino la persistencia de los riesgos para la inflación, reforzando así la credibilidad de la política monetaria. Añadió que la comunicación debería mostrar una preocupación por la resistencia a disminuir de la inflación subyacente, a pesar de que la postura monetaria actual es claramente restrictiva. Algunos comentaron que los aumentos de la tasa de referencia han incrementado los diferenciales de tasas de interés respecto a otros países, ayudado a mitigar la volatilidad que los mercados financieros han registrado como consecuencia de factores tanto externos como internos. Uno de ellos mencionó que ante la expectativa de aumentos más graduales y de menor magnitud en las tasas de interés en las economías desarrolladas, el Banco de México tendría un poco más de margen en sus decisiones de política monetaria. La mayoría destacó que es importante que se señale que la Junta de Gobierno permanecerá vigilante de la evolución de la inflación, sus determinantes y expectativas, y que en caso de que sea necesario, tomará las acciones que se requieran para alcanzar la meta de inflación.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. En este contexto, considerando que la evolución reciente de la inflación y de sus principales determinantes no presentan cambios significativos respecto a las trayectorias previstas, que la posición cíclica de la economía ha mostrado cierto relajamiento, y que la

postura de política monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en un nivel de 8.25%. Tomando en cuenta los retos que se enfrentan para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el horizonte 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 en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25%.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

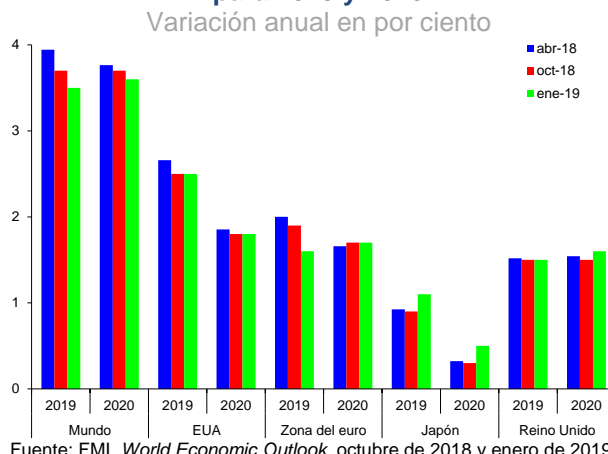
En el último trimestre de 2018, el ritmo de la actividad económica mundial mostró una desaceleración, presentándose un menor dinamismo en las principales economías avanzadas y emergentes, destacando la zona del euro, China y, en menor medida, Estados Unidos. Ello refleja, entre otros factores, los efectos de las tensiones comerciales, una menor confianza en los negocios, y choques de naturaleza transitoria. El entorno de menor crecimiento de la actividad económica condujo a una revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento para 2019 y 2020. Indicadores disponibles sobre confianza de los negocios, de actividad manufacturera y de comercio internacional apoyan la perspectiva de una menor expansión de la economía mundial. Lo anterior, aunado a la disminución previa en los precios del petróleo y de otras materias primas, contribuyó a una moderación en las presiones inflacionarias en las principales economías (Gráfica 1).

Persisten elevados riesgos para el crecimiento, sobresaliendo los relacionados a la incertidumbre sobre las disputas comerciales entre Estados Unidos y China y a la posibilidad de un apretamiento adicional en las condiciones financieras internacionales derivado de una mayor aversión al riesgo. Entre los posibles detonantes de un mayor pesimismo entre los inversionistas se encuentran que China exhiba un crecimiento menor al esperado y que la salida del Reino Unido de la Unión Europea se dé de forma desordenada. A lo anterior se suman riesgos políticos y geopolíticos y la posibilidad de que el crecimiento de las economías emergentes se deteriore tanto por una menor demanda global, como por factores idiosincrásicos.

En este entorno de desaceleración de la economía global, de caídas en diversos mercados bursátiles durante buena parte del cuarto trimestre de 2018, y

de menores presiones inflacionarias, los principales bancos centrales, y la Reserva Federal en particular, mostraron un tono de mayor cautela en torno al proceso de normalización de su postura monetaria respecto de lo previamente anunciado. Ante esto, los mercados financieros, tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes, registraron un desempeño más favorable en las últimas semanas.

Gráfica 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB
para 2019 y 2020



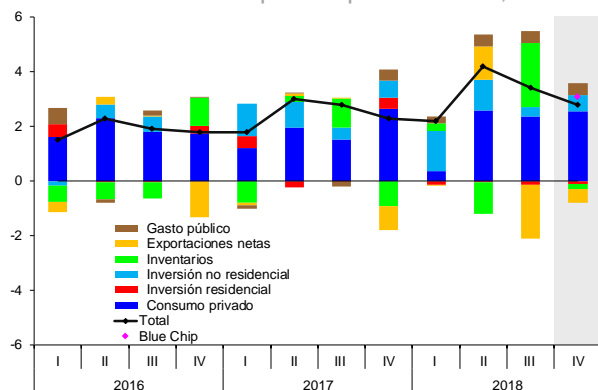
En Estados Unidos, los principales componentes de la demanda agregada continuaron sugiriendo una moderación de la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 2). En particular, la inversión residencial se debilitó aún más como consecuencia de las mayores tasas de interés hipotecarias, al tiempo que la inversión en equipo mantuvo su tendencia de desaceleración. En contraste, el consumo privado siguió reflejando dinamismo, apoyado por la fortaleza del mercado laboral, los estímulos fiscales, la aún elevada confianza de los hogares, y los menores precios de la gasolina. Hacia delante, persiste la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de ese país debido al desvanecimiento de los estímulos fiscales y al menor crecimiento de la economía mundial, así como al riesgo latente de un escalamiento de las tensiones comerciales con China.

De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), el reciente cierre parcial del gobierno que se suscitó entre el 22 de diciembre y el 25 de enero reduciría el crecimiento anualizado del PIB del cuarto trimestre de 2018 en alrededor de 0.2 puntos porcentuales y el del primer trimestre de 2019 en 0.4 puntos

porcentuales. Dado que el acuerdo alcanzado para la apertura del gobierno garantiza fondos suficientes para solo tres semanas, existe el riesgo de que se presente otro cierre, lo que podría elevar el costo total sobre la actividad –sobre todo en un escenario en el que también se acerca la fecha límite para el restablecimiento del techo de endeudamiento de dicho país–.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

La producción industrial en Estados Unidos se expandió 0.3% a tasa mensual en diciembre, manteniendo un ritmo aún elevado, si bien inferior al observado en noviembre de 0.4%. Dicha moderación se explicó por la caída en el suministro de electricidad y gas, actividad que se contrajo 6.3% como resultado de la menor demanda por calefacción ante las temperaturas más cálidas de lo habitual en varias regiones de ese país. Lo anterior fue contrarrestado parcialmente por la expansión de la actividad minera y manufacturera. En particular, este último sector registró el crecimiento más elevado desde febrero de 2018, al aumentar a un ritmo mensual de 1.1%. Si bien los indicadores prospectivos del sector manufacturero, como el componente de producción del Índice de Gerentes de Compras (PMI), continuaron mostrando relativa fortaleza a inicios del año, el menor crecimiento global, la fortaleza del dólar durante 2018 y las mayores barreras comerciales apuntan a cierta debilidad de ese sector en los próximos meses.

Finalmente, el mercado laboral en Estados Unidos continuó fortaleciéndose. En particular, en enero se generaron 304 mil nuevos empleos, ritmo superior al requerido para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral. La fuerte alza en la tasa de participación

laboral en ese país, a pesar de factores demográficos negativos y, en menor medida, los efectos del cierre de gobierno, se tradujo en un aumento en la tasa de desempleo de 3.7% en septiembre a 4.0% en enero. Cabe destacar, sin embargo, que esta cifra aún se encuentra considerablemente por debajo del nivel estimado como de largo plazo. En este contexto, se observó un mayor crecimiento de los salarios.

En la zona del euro, la actividad económica creció 0.9% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad durante el cuarto trimestre de 2018, después de que se expandiera durante el tercero en tan solo 0.6%. Dicha debilidad estuvo asociada a la desaceleración de la demanda externa y la continua presencia de factores transitorios, tales como el endurecimiento de las regulaciones sobre los niveles de emisiones contaminantes que continuaron afectando la producción de automóviles en Alemania y la caída en la producción de la industria química ante los bajos niveles de navegación del río Rin. Por su parte, la economía de Italia registró una mayor debilidad ante el deterioro de las condiciones financieras y los mayores riesgos políticos. Además, los índices de gerentes de compras del sector manufacturero y la confianza de los negocios en la zona del euro acentuaron su tendencia negativa en enero. A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo de diciembre se mantuvo en 7.9% –el nivel más bajo desde octubre de 2008–, al tiempo que los salarios aceleraron su ritmo de crecimiento.

En Japón, las cifras disponibles al cuarto trimestre del año indican que la actividad económica repuntó después de haberse contraído 2.5% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el tercero, esto último ante los efectos de ciertos desastres naturales. En este contexto, el mercado laboral continuó estrechándose y la tasa de desempleo se mantuvo cercana a su nivel mínimo de los últimos 25 años. No obstante, los indicadores prospectivos, tales como los índices de gerentes de compras del sector manufacturero, sugieren que en el primer trimestre de 2019 podría observarse cierto deterioro de las condiciones de demanda, tanto externas, como internas.

En las economías emergentes, el crecimiento continuó moderándose durante el cuarto trimestre de 2018, aunque persiste una elevada heterogeneidad al interior de este grupo de países. En el caso particular de China, el crecimiento del PIB se desaceleró aún más durante el cuarto trimestre de 2018, al pasar de una tasa anual de 6.5% en el tercer trimestre a una de 6.4% en el cuarto. Por su parte, si

bien la situación financiera de Turquía y Argentina mejoró durante el último trimestre de 2018, luego de la implementación de medidas de estabilización, su crecimiento se vio afectado por el endurecimiento de la política monetaria y fiscal y la menor disponibilidad de financiamiento externo.

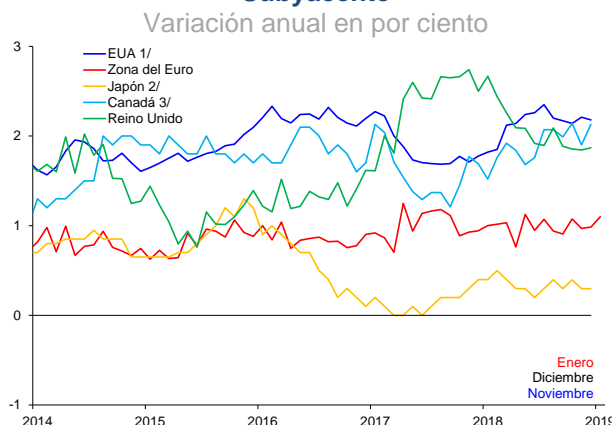
Los precios internacionales de las materias primas se recuperaron moderadamente durante las últimas semanas. En particular, a finales de diciembre los precios del petróleo interrumpieron la fuerte caída que venían registrando desde octubre, luego de los recortes en la producción de crudo acordados por los miembros de la OPEP y otros productores de petróleo. Por otra parte, los precios de los metales industriales repuntaron como resultado de las expectativas generadas por los acercamientos entre los gobiernos de Estados Unidos y China para dar solución a sus disputas comerciales. Por último, los precios de los granos se mostraron erráticos debido a cambios bruscos en las condiciones climatológicas en importantes zonas de cultivo de Brasil y Argentina.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En un contexto de menor dinamismo económico y menores precios del petróleo, el mayor apretamiento de los mercados laborales que se ha observado en las economías avanzadas no ha sido acompañado de mayores presiones inflacionarias (Gráfica 3). En particular, en Estados Unidos la inflación general, medida por el índice de precios al consumidor, disminuyó de 2.2% en noviembre a 1.9% en diciembre, debido, principalmente, a los menores precios de los energéticos, mientras que su componente subyacente se mantuvo en 2.2%. Por su parte, en la zona del euro y Japón la inflación subyacente continuó en niveles bajos y por debajo de las metas de sus bancos centrales. Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes la inflación disminuyó ante la caída en los precios del petróleo y de los alimentos, el menor dinamismo de la demanda global y, en ciertos casos, el desvanecimiento del efecto en los precios de la depreciación de sus divisas registrada previamente.

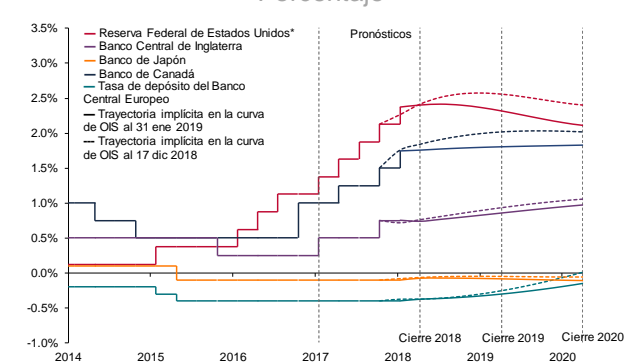
De igual modo, las expectativas de inflación implícitas en variables de mercado han disminuido en la mayoría de las economías avanzadas, sugiriendo una menor probabilidad de que en el corto plazo la inflación supere de forma consistente las metas de los principales bancos centrales.

Gráfica 3 Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



En este entorno de deterioro en las perspectivas de crecimiento global y de baja inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas, particularmente la Reserva Federal, han mostrado mayor cautela, por lo que las tasas de interés de referencia pudieran alcanzar niveles más bajos a los previstos hace algunos meses (Gráfica 4).

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



En efecto, en las últimas semanas la estrategia de comunicación de la Reserva Federal se ha ajustado considerablemente para reflejar un tono de mayor cautela. En específico, en su reunión de enero esa Institución mantuvo sin cambio el rango objetivo de

la tasa de interés de fondos federales de entre 2.25% y 2.5%. En su comunicado, ese banco central expresó que la economía mantuvo un sólido dinamismo, que el mercado laboral continuó fortaleciéndose y que la inflación se mantuvo cerca de su objetivo. No obstante, eliminó la frase en torno a que algunos incrementos graduales adicionales en su tasa de referencia serían consistentes con una expansión sostenida de la economía, un mercado laboral fuerte y una inflación cercana a su meta simétrica de 2%. Adicionalmente, reiteró que, a la luz de las limitadas presiones inflacionarias y los acontecimientos recientes en la economía mundial y en los mercados financieros, será paciente en su determinación de cambios futuros a la tasa de referencia. Además, indicó que está listo para ajustar la composición y tamaño de su balance en caso de ser necesario. Asimismo, el Presidente del banco central, Jerome Powell, señaló que la información proveniente de encuestas e instrumentos de mercados sugiere que la normalización del balance podría finalizar antes y con un tamaño más grande que el previsto hace algunos meses. En este entorno, las variables de mercado han eliminado por completo la posibilidad de un aumento en la tasa de referencia este año, e incluso comienzan a incorporar una disminución en 2020.

Por su parte, en su reunión de enero, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio la tasa de referencia en 0% y la tasa de depósitos y préstamos en -0.4% y 0.25%, respectivamente. Además, reiteró que estas tasas se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta el verano de 2019 y, en cualquier caso, durante el tiempo que sea necesario para garantizar la convergencia de la inflación a niveles cercanos a 2% en el mediano plazo. Asimismo, confirmó sus planes de reinvertir los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo y hasta después de iniciado el proceso de alza de sus tasas de referencia. Aunado a lo anterior, el BCE cambió su perspectiva sobre el balance de riesgos para el crecimiento de balanceado a sesgado a la baja. Dicho cambio se explicó por la persistente incertidumbre en torno a factores geopolíticos, por las políticas proteccionistas de varios países, por las vulnerabilidades en las economías emergentes, y por la volatilidad en los mercados financieros. De acuerdo con lo anterior, declaraciones recientes de miembros de esa Institución han reflejado un tono de mayor cautela, sugiriendo incluso la posibilidad que no se eleve su tasa de referencia en todo 2019, como se anticipaba hace unos meses.

En su reunión de enero, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%. Además, reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia, manteniendo las tasas en niveles bajos por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. Lo anterior toma en consideración la incertidumbre sobre el rumbo de la actividad económica y la inflación, incluidos los efectos del alza programada para finales de 2019 en el impuesto al consumo. Cabe destacar que esa Institución revisó a la baja sus perspectivas de inflación para 2019 y 2020 debido, principalmente, a los menores precios del petróleo.

El Banco de Inglaterra mantuvo en su reunión de febrero su tasa de interés de referencia en 0.75%. En su comunicado, el Comité de Política Monetaria indicó que la actividad económica se ha venido desacelerando desde finales de 2018, como consecuencia del deterioro de la economía mundial y de la mayor incertidumbre en torno al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. Así, esa Institución revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento e inflación para 2019 y 2020. Además, recalcó que podría ajustar su postura de política monetaria en la dirección que se requiera, dependiendo de los efectos que tenga el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea sobre la oferta, demanda y tipo de cambio. Si bien el Banco de Inglaterra reiteró que prevé un ajuste gradual y limitado en las tasas de interés, la trayectoria condicionada para la tasa de interés de referencia derivada de instrumentos de mercado sugiere un proceso más lento que el anticipado en noviembre.

En su reunión de enero, el Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75%, tal y como se esperaba, al tiempo que redujo su estimado de crecimiento para 2019 y estimó que la inflación se mantendrá por debajo de su meta durante la mayor parte del año. En efecto, dicho banco central reiteró que los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China han tenido un impacto pronunciado en la demanda global y enfatizó que la evolución del gasto en consumo e inversión de los hogares ha sido más débil a lo anticipado. Además, mencionó que espera que la debilidad continúe ante el menor crecimiento de las regiones productoras de petróleo. Finalmente, señaló que, aunque considera que las tasas de interés deben continuar aumentando hacia su nivel neutral para alcanzar su objetivo de inflación, los incrementos futuros

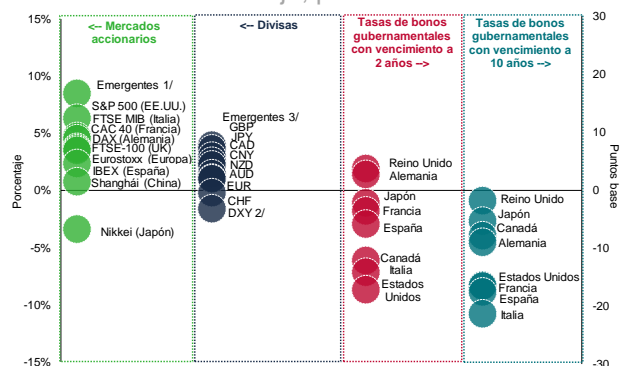
dependerán de la evolución de los datos económicos y de otros factores, entre los que destacan la evolución del mercado del petróleo, el sector inmobiliario y las políticas comerciales a nivel global.

En este entorno de menores riesgos para la inflación, la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia de política monetaria. Cabe destacar que varios de ellos han enfatizado en sus comunicaciones que se mantendrán vigilantes ante eventos y nueva información que pudiera poner en riesgo la convergencia de la inflación hacia sus objetivos. En el caso de China, su banco central adoptó medidas para relajar las condiciones financieras mediante la reducción de los requerimientos de reservas a las instituciones bancarias e inyecciones de liquidez a través de operaciones de mercado abierto.

La expectativa de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas sean más cautelosos y pacientes y que ello dé como resultado tasas de interés más bajas a las previstas hace algunos meses tuvo un impacto favorable en los mercados financieros desde inicios de este año, observándose un buen comportamiento de activos de mayor riesgo de mercado. Los índices accionarios en las economías avanzadas revirtieron parte de las pérdidas registradas a finales de 2018. En efecto, sobresale que las bolsas en Estados Unidos acumulan ganancias de alrededor de 9% en lo que va de 2019. Asimismo, los diferenciales de rendimiento entre bonos corporativos y bonos gubernamentales se ajustaron a la baja, al tiempo que la mayoría de las divisas presentaron apreciaciones frente al dólar. Finalmente, las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas disminuyeron moderadamente a lo largo de la curva de rendimiento, en línea con la retórica de mayor cautela de los principales bancos centrales (Gráfica 5).

Entre las economías emergentes, el relativo relajamiento de las condiciones financieras internacionales frente a lo observado a mediados de diciembre del año pasado benefició a la mayoría de sus activos, reflejándose en una apreciación de las principales divisas de este grupo de países frente al dólar y en una recuperación de sus mercados accionarios (Gráfica 6). Además, las primas por riesgo se redujeron ligeramente respecto de los niveles registrados a mediados de diciembre, si bien estas continuaron siendo elevadas ante los riesgos que enfrentan estas economías.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 17 de Diciembre de 2018
al 1 de Febrero de 2019
Porcentaje, puntos base



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

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes
entre el 17 de Diciembre de 2018
y el 1 de Febrero de 2019
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	4.79%	9.27%	-43	-50	-5
	Brasil	6.19%	12.72%	-40	-96	-33
	Chile	5.01%	6.57%	-7	-11	-9
	Colombia	2.80%	4.21%	-4	-16	-8
	Argentina	2.82%	23.07%	-78	-160	-147
Europa emergente	Rusia	1.97%	6.89%	-43	-20	-10
	Polonia	0.75%	4.25%	-8	-23	-3
	Turquía	3.02%	14.42%	-255	-306	-71
	Rep. Checa	1.18%	1.99%	-25	-49	-1
	Hungría	2.75%	3.27%	-19	-53	-2
Asia	Corea del Sur	1.10%	6.39%	9	3	-8
	Malasia	2.01%	2.55%	-6	-12	-23
	India	0.42%	0.55%	5	-3	-8
	Filipinas	1.42%	8.29%	-19	-35	-12
	Tailandia	4.56%	3.12%	-1	-10	-2
	Indonesia	4.36%	7.38%	-22	-14	-22
África	Sudáfrica	7.41%	4.60%	-36	-48	-47

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

No obstante el buen desempeño de los mercados en el último mes, hacia delante persisten factores de riesgo que podrían generar mayor volatilidad en los mercados financieros. Entre ellos se encuentra el menor ritmo de crecimiento económico global, aunado a la posibilidad de un deterioro adicional en la confianza de los hogares y los negocios derivado de la incertidumbre sobre las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Además,

se acerca el plazo para la salida de Reino Unido de la Unión Europea y existe la posibilidad de que dicha salida pueda darse de forma desordenada. Asimismo, el alto apalancamiento del sector corporativo en algunos países avanzados sigue siendo un riesgo latente. A lo anterior se suman otros riesgos políticos y geopolíticos y la posibilidad de una desaceleración de la economía de China más pronunciada a lo anticipado.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En las semanas posteriores a la última decisión de política monetaria del Banco de México, los precios de los activos financieros en México mostraron un mejor desempeño, el cual fue consistente con lo observado en los activos financieros de otras economías emergentes. Varios factores contribuyeron a este comportamiento. En primer lugar, la expectativa de que la Reserva Federal continuará normalizando su postura de política monetaria a un ritmo más gradual que el previamente anticipado derivó en un ambiente de mayor búsqueda por rendimiento y, por ende, en un desempeño positivo de los mercados emergentes en general. En adición a lo anterior, la aprobación del paquete económico para 2019 y la recompra de los bonos del Nuevo Aeropuerto Internacional de México contribuyeron de manera favorable a la compresión de las primas de riesgo por incertidumbre que se habían incrementado tras el anuncio de la cancelación del proyecto del aeropuerto. A pesar de lo anterior, hacia el final del período la revisión a la calificación de Petróleos Mexicanos por parte de Fitch Ratings de BBB+ a BBB- con una perspectiva negativa incrementó la volatilidad de los activos financieros mexicanos.

En el caso particular de la moneda nacional, se presentó una apreciación de 4.79%, siendo así una de las divisas que mayor apreciación mostró durante este periodo. Por su parte, las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron robustas, registrando volúmenes de operación, diferenciales de compra-venta y niveles de profundidad no vistos desde septiembre de 2018 (Gráfica 7 y Gráfica 8). Asimismo, las condiciones prospectivas implícitas en las opciones de tipo de cambio, medidas a través de la volatilidad y el sesgo a la depreciación en el corto plazo, mejoraron,

reflejando la reducción de las primas de riesgo. Finalmente, las expectativas de tipo de cambio de los analistas de diversas instituciones financieras mostraron ajustes a la baja. Para el cierre de 2019, la expectativa se ajustó de 20.63 a 20.33 pesos por dólar, mientras que para el cierre de 2020 se espera un tipo de cambio de 20.00 pesos por dólar (Gráfica 9).

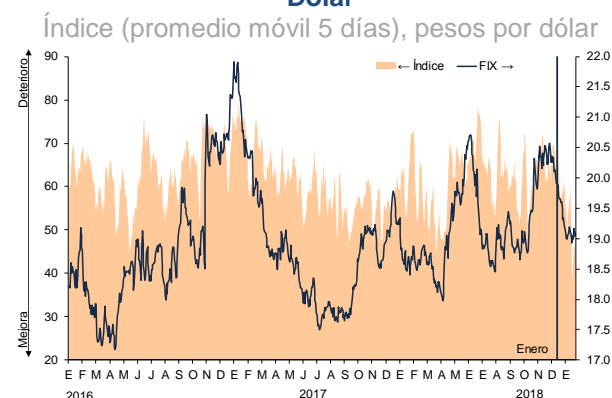
Gráfica 7
Tipo de Cambio del Peso Mexicano y Volumen de Operación



Nota: El volumen de operación al contado se clasificó en percentiles con base en su serie histórica de enero 2017 a la fecha (0-20%, 21%- 40%, 41%-60%, 61%- 80% y 81%-100%). La línea negra vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg y del Banco de México.

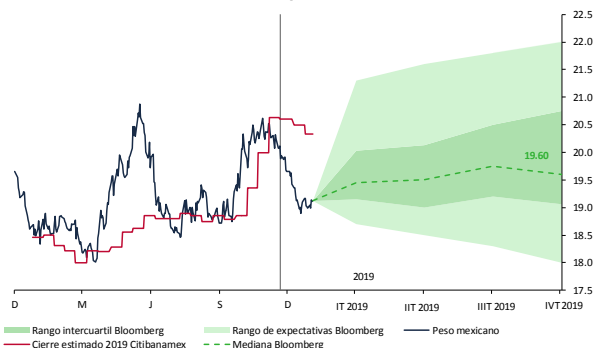
Gráfica 8
Índice de Condiciones de Operación en el Mercado Cambiario y Tipo de Cambio Peso-Dólar



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 2016 y se toma el promedio de los 7 percentiles para cada día. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria del Banco de México.

Fuente: Reuters con cálculos por parte de Banco de México.

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



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

Por su parte, en las últimas semanas el mercado accionario en México mostró una recuperación de 9.0%, con lo cual ha revertido la totalidad de las pérdidas observadas en el mes de noviembre de 2018 (Gráfica 10).

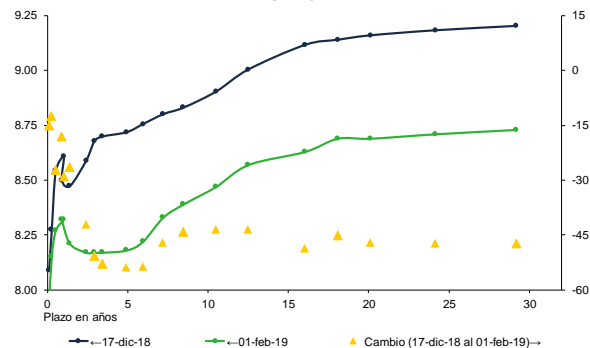
Gráfica 10
Índice de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg. La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

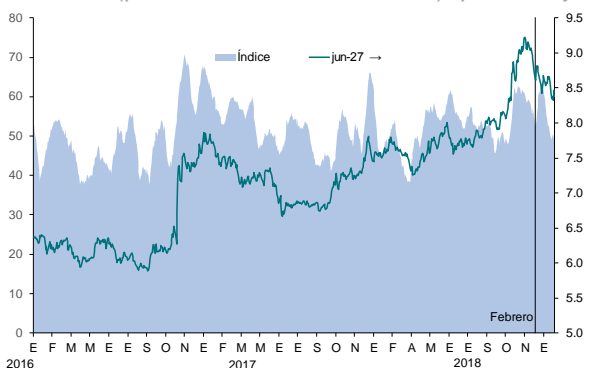
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones generalizadas de entre 20 y hasta 53 puntos base a lo largo de toda la curva de rendimientos (Gráfica 11). Lo anterior, en un contexto en el que las condiciones de operación mejoraron respecto a las observadas durante noviembre y la primera mitad de diciembre del año pasado (Gráfica 12).

Gráfica 11
Curva de Rendimiento de Valores
Gubernamentales a Tasa Nominal
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

Gráfica 12
Índice de Condiciones de Operación del
Mercado de Deuda y Tasa del Bono Junio 2027
Índice (promedio móvil de 10 días), porcentaje

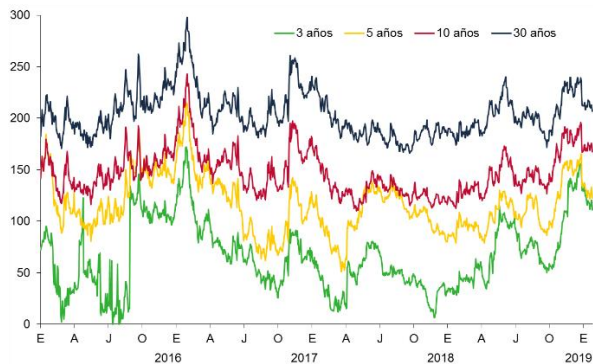


Nota: El índice se calcula con los cambios en las tasas de los bonos, volatilidad de los hechos, el diferencial compra-venta, el promedio de las diferencias entre cotizaciones, todos estos de la operación intradía, y el volumen operado diario interbancario y clientes. A partir de ellos, se calculan los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

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg, PIP y Casas de Corretaje.

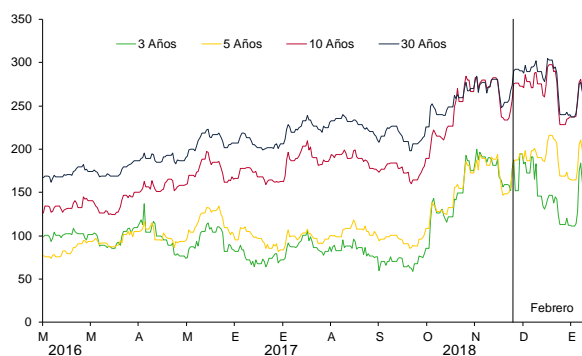
Asimismo, los diferenciales entre las tasas de rendimiento de la deuda gubernamental denominada en moneda extranjera y los bonos del tesoro norteamericano se redujeron marginalmente (Gráfica 13), en tanto que los diferenciales entre los bonos, emitidos por Pemex y los emitidos por el Gobierno Federal en dólares se incrementaron, producto del cambio en la calificación crediticia de esa empresa productiva de estado (Gráfica 14).

Gráfica 13
Diferencial entre Tasas Nominales de México y Estados Unidos en Moneda Extranjera
Puntos base



Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

Gráfica 14
Diferencial entre Bonos de Pemex Emitidos en Dólares y UMS en Distintos Plazos
Puntos base

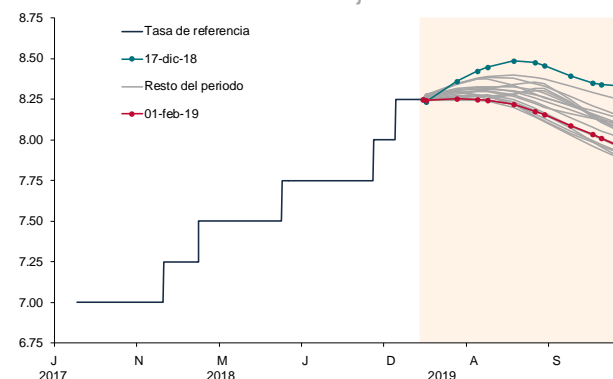


Nota: La línea vertical representa la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Banco de México con datos Bloomberg.

Finalmente, las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimientos se mantuvieron estables respecto de los niveles del periodo anterior (Gráfica 15). En este sentido, el mercado no anticipa cambios en la tasa de referencia para la decisión de febrero, en línea con los analistas encuestados por Citibanamex. En lo que respecta a las expectativas de la tasa de referencia de política monetaria para el cierre de 2019, el mercado anticipa que la tasa de interés finalice en 8.00%, mientras que la mediana de los analistas espera que se ubique en 8.25%.

Gráfica 15
Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje

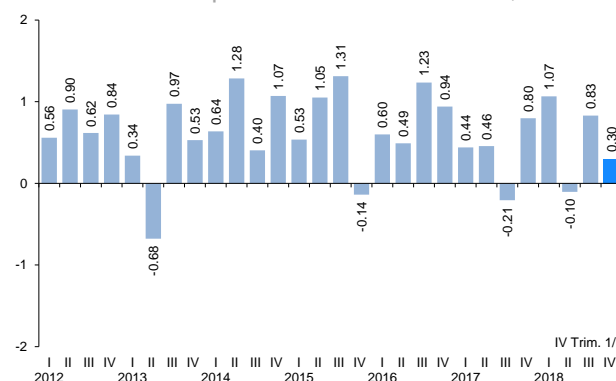


Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, en el cuarto trimestre de 2018 la actividad económica exhibió una importante desaceleración respecto del trimestre previo (Gráfica 16). En particular, las exportaciones manufactureras mostraron cierto estancamiento y el consumo privado presentó cierta desaceleración, al tiempo que la inversión continuó registrando una trayectoria negativa. Esta pérdida de dinamismo podría prolongarse durante los primeros meses de 2019 en respuesta a la desaceleración de la economía global, cierta debilidad de la demanda interna y factores transitorios, como los problemas de distribución de gasolinas e interrupciones en vías de comunicación.

Gráfica 16
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



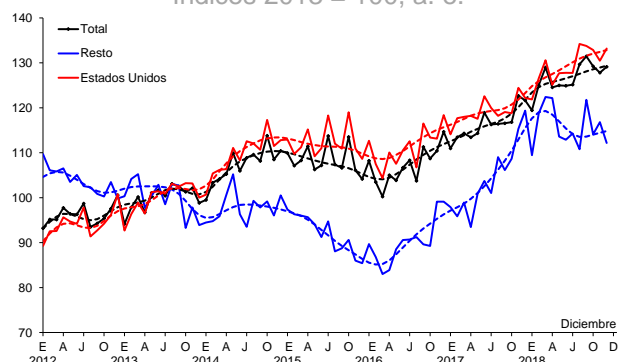
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2018 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Profundizando en el comportamiento de la demanda externa, en el último trimestre de 2018 las exportaciones manufactureras mantuvieron un nivel similar al del trimestre previo, en un contexto en el que se ha observado una desaceleración del comercio global. Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos exhibieron un menor ritmo de crecimiento que el reportado en trimestres previos, mientras que las canalizadas al resto del mundo nuevamente presentaron un retroceso (Gráfica 17). Asimismo, se observó una contracción de las exportaciones automotrices y una desaceleración de las no automotrices.

Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



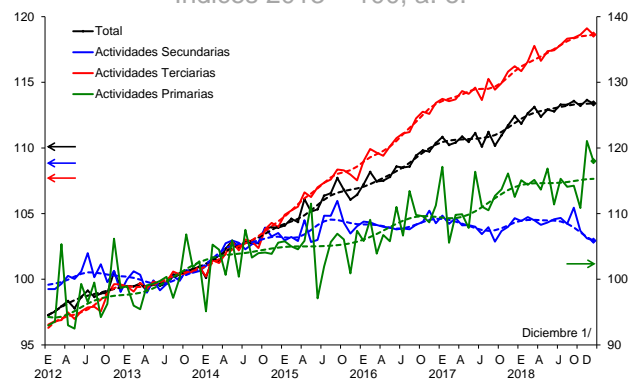
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información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

Respecto de la evolución de la demanda interna, de acuerdo a su indicador mensual, el consumo privado presentó una fuerte contracción en octubre de 2018. Si bien se espera que este indicador muestre una recuperación en noviembre, se aprecia cierta pérdida de dinamismo en el consumo privado en relación a lo observado en meses previos. Ello como reflejo de la debilidad del consumo de bienes en general, toda vez que el consumo de servicios ha mantenido una trayectoria positiva. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, continuaron presentando un débil desempeño. En particular, los ingresos en establecimientos comerciales al por menor mostraron una desaceleración respecto del dinamismo exhibido en el primer semestre de 2018, en tanto que las ventas de vehículos ligeros registraron una fuerte contracción al cierre del año.

Por su parte, la inversión fija bruta mantuvo una tendencia negativa. Lo anterior fue consecuencia, en parte, de la debilidad del gasto en construcción, lo cual se puede relacionar, en parte, a la desaceleración y suspensión de la mayoría de las obras relacionadas con el NAICM y, en menor medida, a la culminación de algunas obras de infraestructura pública. Por otro lado, la inversión en maquinaria y equipo continuó presentando una tendencia negativa.

Por el lado de la producción, la desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2018 fue reflejo del débil desempeño de las actividades secundarias, toda vez que las terciarias mantuvieron su dinamismo y las primarias presentaron una mayor reactivación que la reportada en el trimestre previo (Gráfica 18). Al interior de la producción industrial, tanto la construcción, como la minería, exhibieron una tendencia descendente, al tiempo que las manufacturas volvieron a presentar atonía, luego de la incipiente recuperación que presentaron en el primer semestre de 2018 (Gráfica 19). A su vez, el dinamismo del sector servicios fue resultado, principalmente, de las contribuciones de los rubros de servicios financieros e inmobiliarios; de transporte e información en medios masivos; y de servicios educativos y de salud.

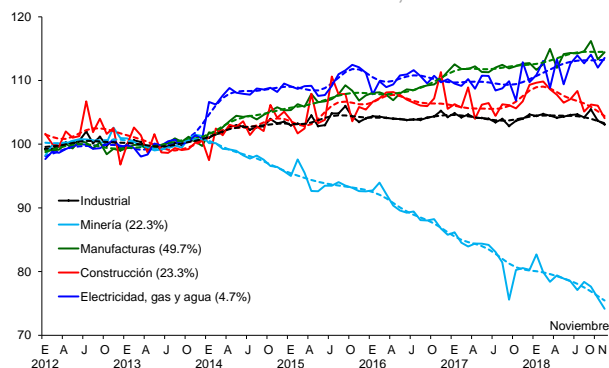
Gráfica 18
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Los datos a diciembre corresponden a la estimación implícita con base en el PIB oportuno al cuarto trimestre de 2018.

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

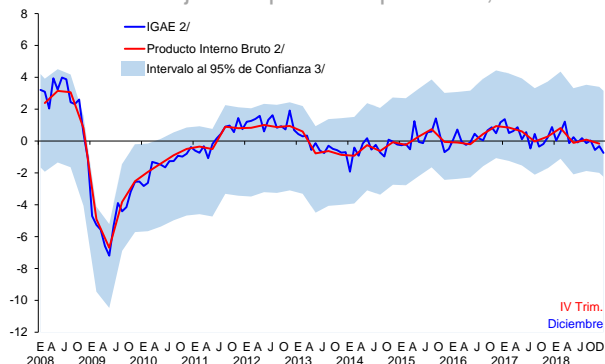
Gráfica 19
Actividad Industrial
Índices 2013 = 100, a. e.



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

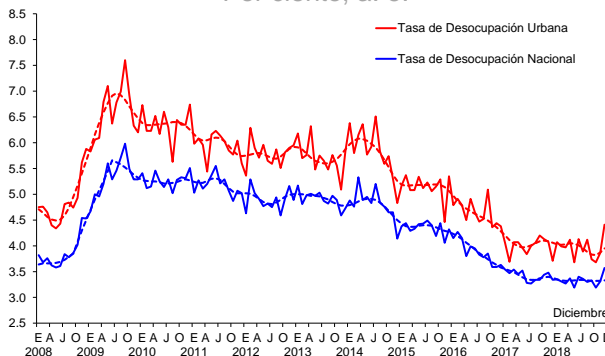
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura en el cuarto trimestre de 2018 se relajaron respecto del trimestre anterior (Gráfica 20). En relación a la evolución del mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, mostraron incrementos importantes en diciembre de 2018, ubicándose en los niveles más elevados desde finales de 2016 (Gráfica 21). Asimismo, hacia finales de 2018 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS exhibió una marcada pérdida de dinamismo en su ritmo de crecimiento, lo cual se puede asociar, en buena medida, al desempeño negativo en sectores tales como el de la construcción y algunos servicios. Por su parte, no obstante la disminución en el mes de noviembre de 2018, los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero mantuvieron una trayectoria al alza.

Gráfica 20
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 oportuno al cuarto trimestre de 2018; cifras del IGAE implícito a diciembre de 2018, congruentes 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 21
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



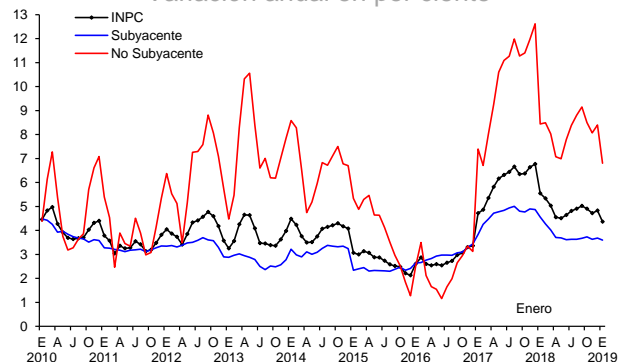
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En diciembre de 2018, el financiamiento interno al sector privado continuó con la desaceleración en su crecimiento que comenzó a observarse a partir del tercer trimestre de ese año. Ello reflejó la reducción en el ritmo de expansión del financiamiento a las empresas que se ha venido registrando desde la segunda mitad de 2018, en tanto que el crédito a los hogares siguió creciendo a un ritmo bajo. Lo anterior se presentó en un contexto en el que los costos de financiamiento a las empresas mantuvieron una tendencia al alza y en el que las tasas de interés de los créditos a los hogares no mostraron cambios significativos, con excepción de los aumentos en las asociadas con las tarjetas de crédito. Asimismo, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo han exhibido una tendencia a la baja desde agosto de 2018, si bien continúan en niveles elevados. Aunado a la desaceleración en el financiamiento al sector privado no financiero, por el lado de las fuentes de financiamiento se presentó una menor disponibilidad de recursos externos, al tiempo que las fuentes internas de recursos financieros acentuaron la atonía observada desde octubre de 2018.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre noviembre de 2018 y enero de 2019, la inflación general anual disminuyó de 4.72 a 4.37%. Lo anterior se debió a la reducción que presentó la inflación no subyacente, toda vez que la inflación subyacente continuó exhibiendo resistencia a disminuir (Gráfica 22 y Cuadro 1).

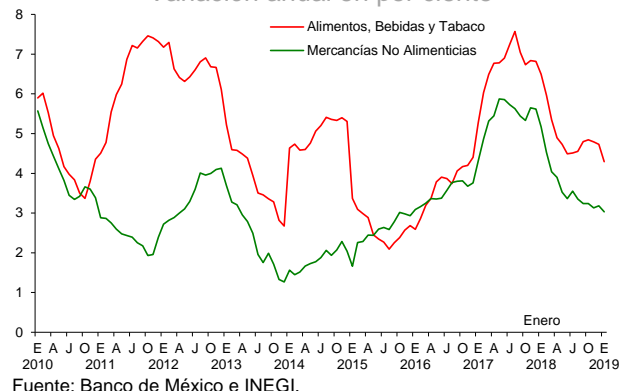
Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

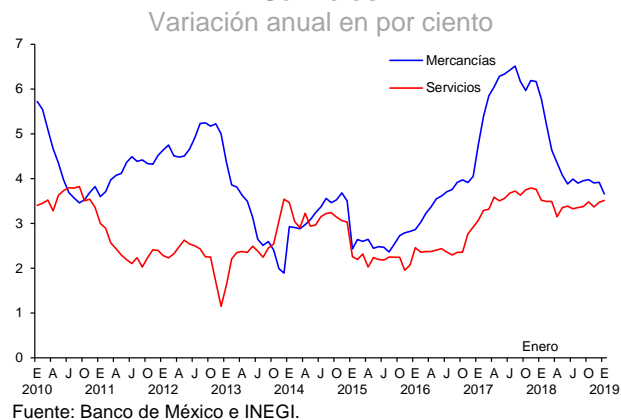
En efecto, la inflación subyacente anual registró niveles similares entre noviembre de 2018 y enero de 2019, al ubicarse en 3.63 y 3.60%, respectivamente. Las tasas de variación anual de los precios de las mercancías tanto alimenticias, como no alimenticias, disminuyeron (Gráfica 23). No obstante, la tasa de variación anual de los precios de los servicios aumentó (Gráfica 24) debido a las mayores alzas en los precios del rubro de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, sobresaliendo las mayores variaciones en los precios de los servicios turísticos.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

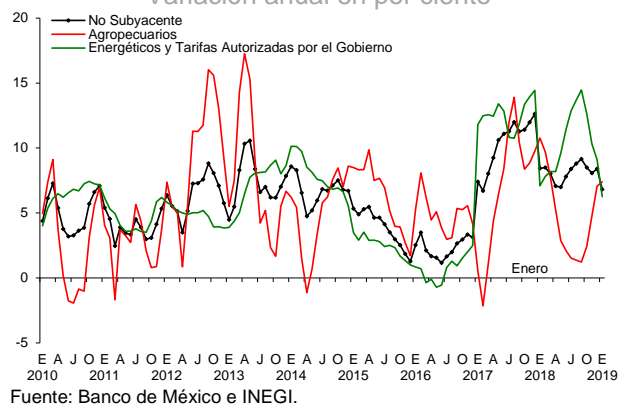
Gráfica 24
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación no subyacente anual disminuyó de 8.07 a 6.81% entre noviembre de 2018 y enero de 2019. Este resultado se asocia con los menores incrementos en los precios de los energéticos y de los productos pecuarios, si bien ello fue parcialmente contrarrestado por aumentos en los precios de las frutas y verduras (Gráfica 25 y Cuadro 1).

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



Las medianas de las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas registraron disminuciones. En particular, en lo que respecta a las provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que entre diciembre y enero las medianas de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 y 2020 se ajustaron a la baja, de 3.89 a 3.80% y de 3.79 a 3.71%, respectivamente. Esta disminución se explica por una reducción en las expectativas implícitas para el componente no subyacente (de 5.10 a 4.73% y de 5.09 a 4.51%, respectivamente), toda vez que la mediana correspondiente al componente subyacente para 2019 permaneció sin cambios en 3.50% y la de 2020 se incrementó de 3.37 a 3.45%. Por otro lado, las medianas de las expectativas de inflación general para los próximos 12 meses –con referencia tanto al mes de levantamiento, como al mes siguiente– aumentaron de 3.89 a 3.98% y de 3.87 a 3.98%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general en el mediano plazo (próximos 4 años) disminuyó 2 puntos base y se ubicó en 3.53% en la encuesta de enero. A su vez, la correspondiente a horizontes de más largo plazo (próximos 5 a 8 años) se mantuvo estable, alrededor de 3.50%. Cabe destacar que en lecturas recientes las medianas para el componente

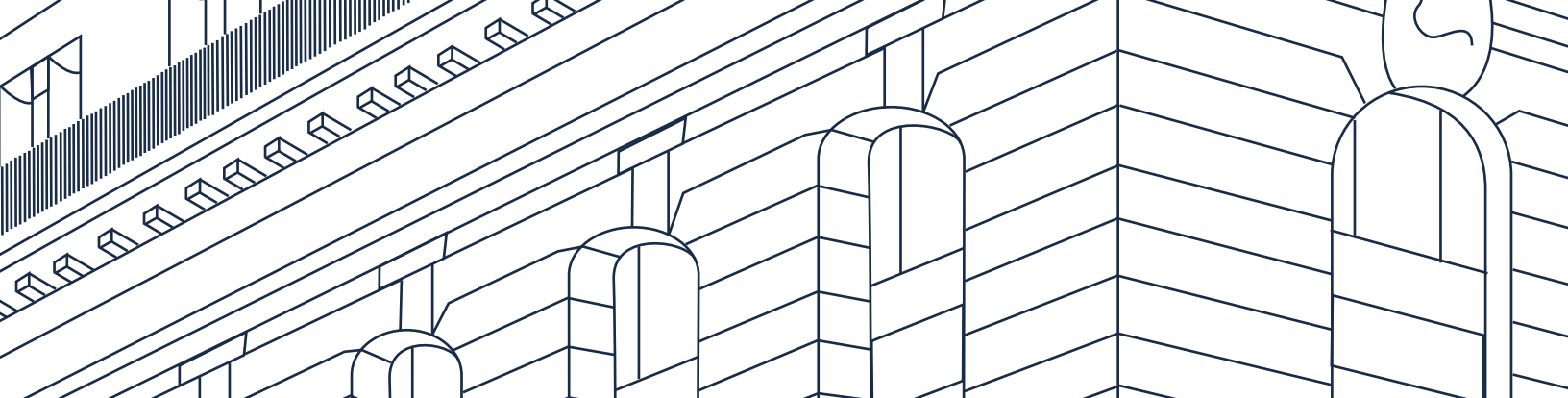
subyacente aumentaron a niveles cercanos a 3.4%, nivel por encima del objetivo de inflación general de 3%. Finalmente, si bien las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) registraron un aumento gradual y se ubicaron en niveles cercanos a 3.5% en el periodo reportado, la prima por riesgo inflacionario se redujo. No obstante, esta última se mantiene en niveles relativamente elevados y no registrados desde marzo de 2017.

Los pronósticos para la inflación general anual continúan anticipando que esta alcance niveles alrededor de la meta del Banco de México durante el primer semestre de 2020. Por su parte, se espera que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde finales de 2019. Las previsiones anteriores para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que se encuentran los siguientes. Al alza, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos. También que se observen nuevas presiones sobre los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios. Asimismo, que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global. En este mismo sentido, que se deterioren las finanzas públicas. De igual forma, considerando la magnitud de los aumentos recientes en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con afectaciones en el empleo formal y en los precios. Para elevar de manera sostenida el poder adquisitivo de los salarios es necesario considerar el papel de otras políticas públicas, en particular, fomentar la competencia en aquellos sectores de bienes y servicios con una participación elevada en la canasta de consumo de los segmentos de la población de menores ingresos. La persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de largo plazo a disminuir. En contraste, se considera como riesgo a la baja que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. También, que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. Tomando en cuenta todo lo anterior, se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.

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

Concepto	Noviembre 2018	Diciembre 2018	Enero 2019
INPC	4.72	4.83	4.37
Subyacente	3.63	3.68	3.60
Mercancías	3.90	3.92	3.66
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.79	4.73	4.30
Mercancías No Alimenticias	3.13	3.18	3.03
Servicios	3.37	3.47	3.51
Vivienda	2.60	2.62	2.59
Educación (Colegiaturas)	4.69	4.69	4.68
Otros Servicios	3.98	4.09	4.28
No Subyacente	8.07	8.40	6.81
Agropecuarios	4.78	7.06	7.41
Frutas y Verduras	6.02	10.20	13.23
Pecuarios	3.15	3.35	1.95
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	10.30	9.10	6.26
Energéticos	13.26	11.62	7.36
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.39	3.15	3.45

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 21 de febrero de 2019

