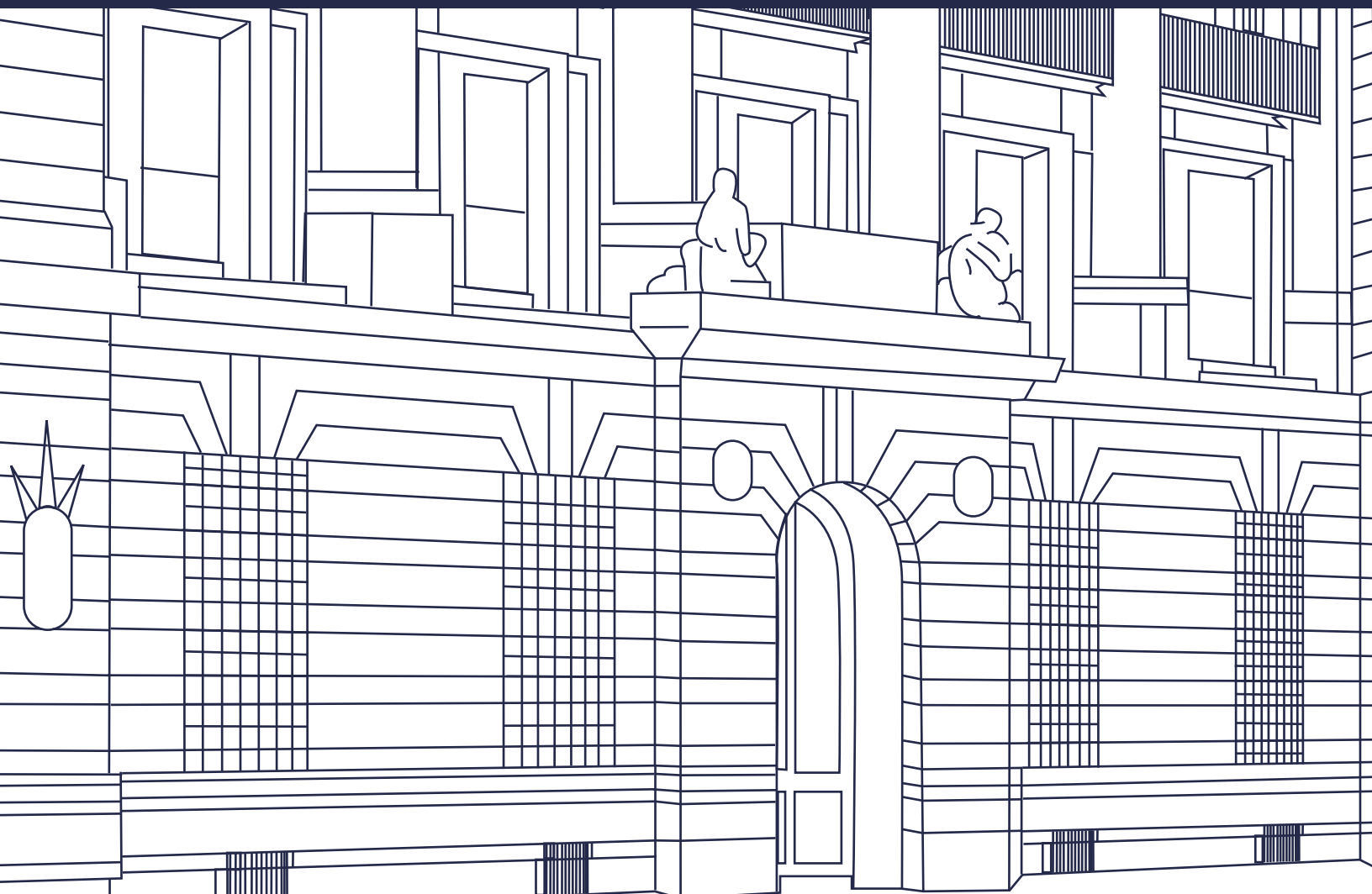




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 73

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 13 de febrero de 2020



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: 12 de febrero de 2020.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

La mayoría señaló que la economía mundial sigue desacelerándose. Al respecto, **algunos** destacaron la debilidad en la producción industrial y en el comercio internacional. **Uno** indicó que lo anterior respondió a los efectos que las tensiones comerciales tuvieron sobre dichas variables y sobre la inversión y la confianza de los negocios. Respecto de la actividad en economías avanzadas, **algunos** coincidieron en que la producción industrial mostró debilidad. **Un** miembro mencionó que el crecimiento y la generación de empleo en dichas economías estuvieron asociados a la expansión de los servicios. **La mayoría comentó que los mercados laborales en economías avanzadas continuaron mostrando fortaleza, con brechas de desempleo históricamente bajas y aumentos salariales moderados.**

La mayoría apuntó que se espera una recuperación gradual de la economía global en 2020 y 2021. **Uno** agregó que ello estaría impulsado fundamentalmente por un repunte en las economías

emergentes. **Otro** señaló que en un contexto de condiciones financieras más laxas, la incertidumbre sigue afectando al comercio, la producción industrial, la inversión y la confianza de los negocios. Consideró que ante el ambiente de incertidumbre, el relajamiento adicional en las condiciones financieras ha propiciado un apalancamiento de hogares y empresas, más que una acumulación de capital. Añadió que ello podría incrementar las vulnerabilidades financieras y reducir el margen de maniobra de la política monetaria.

La mayoría indicó que algunos riesgos para la economía global han disminuido ante: i) **la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China;** ii) **el acuerdo de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea;** y, iii) **la ratificación de Estados Unidos del T-MEC.** **No obstante, subrayó que persisten factores de incertidumbre, como los efectos del brote de coronavirus.** **Uno** alertó sobre su posible impacto en las cadenas globales de valor. **Otro** señaló que los pronósticos de crecimiento para 2020 para China y para la economía global ya presentan revisiones a la baja, aunque en menor medida para esta última. Añadió que ante una menor demanda de China y de otras economías, los precios de las materias primas, como los energéticos, han disminuido, lo que podría impactar a los países productores. **La mayoría destacó ciertos riesgos políticos y geopolíticos, como:** i) **el proceso electoral en Estados Unidos;** ii) **los conflictos en el Medio Oriente;** y, iii) **el resurgimiento de tensiones entre Estados Unidos y otras economías.** **Uno** mencionó la posibilidad de complicaciones en la salida del Reino Unido de la Unión Europea. **La mayoría consideró que el balance de riesgos para la economía mundial sigue sesgado a la baja.**

La mayoría señaló que a nivel global la inflación sigue baja. **Apuntó que en economías avanzadas las inflaciones general y subyacente continúan por debajo de las metas de sus bancos centrales.** **Uno** notó que a ello ha contribuido la desaceleración económica global. **Otro** agregó que ello se ha dado en un contexto donde el fortalecimiento de los mercados laborales se ha manifestado en presiones modestas sobre los salarios y precios. **Otro** mencionó que los menores precios de los energéticos podrían ejercer presiones a la baja sobre la inflación global. Por último, **uno** consideró que el balance de riesgos para la inflación global esta sesgado a la baja, si bien indicó que en algunas economías empiezan a observarse presiones

inflacionarias resultado de incrementos en los precios de los alimentos.

La mayoría destacó que los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron sus posturas acomodaticias. Uno señaló que en algunos casos el estímulo monetario se amplió. **La mayoría mencionó que en enero la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales y que destacó que se encuentra en un nivel apropiado para alcanzar sus objetivos. Algunos** apuntaron que los analistas no esperan cambios en la tasa de fondos federales durante el 2020, si bien las expectativas de mercado apuntan a un relajamiento adicional. **Uno** comentó que los mercados no anticipan aumentos en la tasa objetivo mientras no se observe un incremento sostenido en la inflación. **Otro** comentó que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto no prevén cambios en dicha tasa en 2020 y anticipan un aumento de 25 puntos base en 2021. **Finalmente, la mayoría notó la posibilidad de que los bancos centrales adopten posturas más acomodaticias ante los riesgos asociados al coronavirus.**

En este contexto, la mayoría destacó que las condiciones financieras globales han seguido relajándose. Uno agregó que ello también ha obedecido a la reducción de algunos riesgos ya mencionados. **Algunos** señalaron que a nivel global los mercados accionarios registraron ganancias y las tasas de interés disminuciones. **Uno** resaltó que en Estados Unidos la curva de rendimientos se ha aplanado, mostrando incluso una inversión en sus plazos más cortos, reflejo de los riesgos para la actividad en Estados Unidos. **La mayoría indicó que el buen desempeño de los mercados globales ha favorecido los flujos de capital hacia economías emergentes. No obstante, mencionó que se han presentado episodios de volatilidad asociados al brote del coronavirus. Apuntó que hay factores que pudieran propiciar episodios de aversión al riesgo, como los ya mencionados para la actividad global.**

Actividad Económica en México

Todos coincidieron en que la actividad económica en México se ha mantenido estancada por varios trimestres. La mayoría señaló que la información oportuna del PIB al cuarto trimestre de 2019 sugiere una ligera contracción para el año en su conjunto. Un miembro agregó que lo anterior se explica por: i) un

contexto global desfavorable; ii) el inicio de una nueva administración; iii) algunas decisiones controversiales de política pública que contribuyeron a generar incertidumbre; y, iv) una política monetaria restrictiva por un periodo relativamente prolongado. Sobre este punto, señaló que la alta tasa de interés real en México tiene implicaciones negativas para las decisiones de consumo e inversión.

La mayoría destacó la debilidad en los componentes de la demanda agregada, resaltando la atonía de la inversión. Algunos comentaron que esta ha resentido el subejercicio en el presupuesto público y la falta tanto de certeza jurídica como de certidumbre interna y externa que ha afectado a la inversión privada. **Algunos** subrayaron el comportamiento desfavorable de la inversión en maquinaria y equipo en 2019, si bien **uno** comentó que recientemente esta ha mostrado cierta recuperación. **Otro** comentó que la construcción no residencial muestra una tendencia decreciente desde principios del 2015 y agregó que el consumo se ha desacelerado desde el inicio del año. **La mayoría destacó la desaceleración de las exportaciones manufactureras a finales de 2019. Uno** agregó que estas se vieron afectadas por una huelga automotriz y por la debilidad industrial en Estados Unidos.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó el desempeño desfavorable del sector industrial. Uno puntualizó que la actividad industrial cerró el año por debajo de las expectativas. **Algunos** destacaron la contracción de la construcción y minería, si bien **uno** señaló que ambos han mostrado una tendencia ligeramente al alza después de varios años de deterioro. Finalmente, **algunos** resaltaron la debilidad de los servicios.

En cuanto al mercado laboral, **algunos** destacaron la disminución en el ritmo de generación de empleos. **Uno** destacó que a enero de 2020 se generaron alrededor de la mitad de los empleos formales creados en el mismo periodo un año antes. **Otro** señaló que si bien la tasa de desocupación mostró un mínimo histórico en diciembre de 2019, es necesario considerar el aumento en los retiros por desempleo de las cuentas de las Afores, la mayor tasa de subocupación y que otros indicadores de creación de empleos formales se ubican en niveles similares a los observados a mediados de 2008, lo que evidencia la debilidad del mercado laboral y el deterioro de la calidad del empleo. Indicó que el impacto de la debilidad de la economía en el mercado laboral seguramente se acentuará en los

próximos meses. **Algunos** afirmaron que se deben tener presentes los costos para el empleo de incrementos salariales no asociados a la evolución de la productividad. **Uno** apuntó que la experiencia con los ajustes al salario mínimo y el comportamiento del empleo en la zona libre de la frontera norte y municipios adyacentes es reveladora en este sentido.

La mayoría coincidió en que el estancamiento de la actividad económica ha implicado que las condiciones de holgura continuaron ampliándose. **Uno** puntualizó que las presiones exógenas de costos, como las salariales, podrían dificultar la recuperación de la producción y la reducción de la brecha negativa del producto.

La mayoría mencionó que con base en la información más reciente, se anticipa una expansión del PIB para 2020 menor a la publicada en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019. **Uno** añadió que también se espera un menor crecimiento en 2021. **Otro** agregó que estas previsiones están en línea con los ajustes realizados por organismos internacionales y analistas. **Algunos** comentaron que la expansión económica en 2020 estará impulsada por la ratificación del T-MEC, el anuncio del plan de inversión en el sector energético, la disipación de los choques transitorios que afectaron a las exportaciones y producción manufacturera, así como un gasto público más eficiente tras el primer año de gobierno. No obstante, consideraron que hay pocos elementos que anticipen una mejoría significativa de la inversión. **Uno** añadió que el gasto presupuestario en inversión física se mantendrá en niveles bajos, que inclusive pueden resultar inferiores a los programados. Con respecto al consumo, **algunos** comentaron que es probable que registre una recuperación. **Uno** agregó que ello estaría apoyado por el crecimiento previsto en la masa salarial y las remesas. Por su parte, **otro** consideró que, en su opinión, se prevé que el consumo pierda dinamismo.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja. **Algunos** mencionaron que esta situación se ha exacerbado ante los riesgos globales mencionados. **La mayoría agregó que la actividad económica se encuentra sujeta a riesgos tanto externos como internos.** En el ámbito externo, además de los riesgos globales descritos, **algunos** comentaron que se anticipan retos importantes en la implementación del T-MEC, ya que el aumento en la inversión y la

reconfiguración en las cadenas de valor tomarán tiempo. **Uno** notó que el comercio mundial y la integración de las cadenas globales de valor siguen enfrentando importantes riesgos de mediano plazo. **Otro** resaltó el potencial efecto adverso de la desaceleración de la economía estadounidense, y en particular del anticipado estancamiento de la producción industrial en ese país, sobre las exportaciones mexicanas.

En el ámbito interno, la mayoría señaló que la persistencia del entorno de incertidumbre en las políticas públicas podría seguir afectando la confianza empresarial y la inversión. En este sentido, **uno** mencionó que un eventual deterioro de la calificación de la deuda soberana o de Pemex disminuiría la disponibilidad de fondos prestables para la inversión. Finalmente, **otro** añadió como riesgo, reducciones adicionales en los ingresos públicos. Respecto de los riesgos al alza para el crecimiento, **uno** mencionó que la actividad podría beneficiarse de un contexto global más favorable. **Otro** comentó que la inversión podría verse impulsada por la entrada en vigor del T-MEC, el cual podría contribuir a revertir su tendencia decreciente y a consolidar la integración de Norteamérica. Por su parte, **algunos** consideraron que el efecto positivo del T-MEC sobre la inversión difícilmente será suficiente para impulsarla, debido a la incertidumbre sobre diversas políticas. **Uno** apuntó que lo anterior se sustenta en lo señalado por especialistas y empresarios en diversas encuestas.

Inflación en México

Todos señalaron que a principios de 2020 la inflación general anual aumentó, si bien **algunos** destacaron que al cierre de 2019 se ubicó por debajo de 3%. **La mayoría subrayó que el aumento reciente estuvo asociado, principalmente, al incremento del componente no subyacente.** **Uno** señaló que lo anterior se debió, entre otros factores, a efectos de base de comparación y presiones en los precios de algunos productos agrícolas. **Otro** miembro destacó que las tasas de inflación mensual de diciembre y enero fueron menores al promedio de años anteriores y menores a las que anticipaba el mercado.

La mayoría comentó que la inflación subyacente resintió los incrementos de precios sujetos al IEPS y que continúa mostrando resistencia a disminuir. **Consideró que su comportamiento también obedece a la evolución de los salarios.** **Algunos** señalaron que los datos confirman que los

subcomponentes más intensivos en mano de obra y más relacionados a los salarios han mostrado los mayores incrementos. **La mayoría indicó que la inflación subyacente parece no haber sido muy sensible a las condiciones de holgura. Algunos** mencionaron que en ausencia de presiones derivadas de la demanda, del tipo de cambio o de efectos indirectos del componente no subyacente, puede argumentarse que uno de los principales factores que explican el comportamiento de la inflación subyacente es la evolución de los salarios. **Uno** añadió que a lo anterior podría agregarse cierta inercia en la fijación de precios. **Otro** destacó que los precios de las mercancías alimenticias y los servicios relacionados a ellas son los que más han aumentado. Por otro lado, **uno** consideró que el alza en el componente subyacente se concentró en el rubro de mercancías alimenticias afectadas por el aumento en el IEPS, mientras que la inflación de mercancías no alimenticias y de servicios continuó disminuyendo. Resaltó la reducción observada de abril a enero en la inflación de servicios y, en particular, de aquellos distintos a educación y vivienda, que son los que más podrían relacionarse con la dinámica salarial.

La mayoría indicó que las expectativas de inflación general de corto, mediano y largo plazos se han mantenido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%, mientras que las correspondientes a la inflación subyacente para los mismos plazos aumentaron. Uno destacó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en instrumentos de renta fija ha seguido disminuyendo.

La mayoría mencionó que ante el comportamiento reciente de los factores que inciden en la trayectoria esperada de la inflación, se estima que las inflaciones general y subyacente serán moderadamente superiores a los pronósticos presentados en el último Informe Trimestral. Algunos señalaron que este ajuste posiblemente dificulte que la inflación se ubique en la meta de 3% a finales del año. **Algunos** comentaron que la trayectoria prevista aún contempla que la inflación converja a la meta en el horizonte en que opera la política monetaria, si bien **algunos** notaron que se espera un repunte temporal. **Uno** detalló que ello obedece a un efecto de base de comparación y que se prevé que el repunte se revierta de manera importante en abril. **Otro** señaló que en los siguientes trimestres la inflación subyacente dependerá, en gran medida, de la interacción de la mayor holgura y los menores

precios de los energéticos, con los efectos del incremento al salario mínimo, que podrían generar presiones de costos, afectando el empleo y los precios. Indicó que, si bien es difícil anticipar el resultado final, ya que no es común que la economía enfrente presiones de costos laborales en la parte baja del ciclo económico, se prevé una revisión moderada al alza en la inflación subyacente.

En lo referente a los riesgos al alza para la trayectoria prevista para la inflación, la mayoría mencionó la resistencia a disminuir del componente subyacente y la posibilidad de que los aumentos salariales afecten a los precios. Uno puntualizó que los aumentos al salario mínimo podrían mantener o exacerbar la persistencia del componente subyacente. **Otro** destacó los aumentos del salario mínimo acumulados en los últimos dos años y de los salarios medios de cotización en 2019. Argumentó que es posible que los incrementos continúen en 2020, por lo que no constituyen un choque transitorio, sino uno que estará presente en el mediano plazo. Indicó que no queda claro que los aumentos salariales puedan afectar mucho a la inflación, sin embargo, tampoco puede concluirse que su impacto será nulo. Señaló que debe considerarse la evidencia empírica al respecto. **La mayoría agregó como riesgos al alza un posible ajuste cambiario, así como incrementos mayores a lo previsto en los precios agropecuarios. Algunos** mencionaron la posibilidad de una reversión de la inflación no subyacente a niveles mayores a los anticipados, debido a la elevada variabilidad de este rubro. **Uno** añadió que, si bien la política de precios de gasolinas favorece menores niveles y menor volatilidad, no todos los energéticos se encuentran controlados. **Adicionalmente, la mayoría mencionó el riesgo de un deterioro en las finanzas públicas.** Finalmente, **uno** indicó que el repunte observado en enero, que se considera transitorio, se repetirá probablemente en febrero y tiene el riesgo de imprimir inercia a la inflación del resto del año. **Otro** señaló que los riesgos para la inflación han disminuido. Comentó que las condiciones globales benignas antes descritas han impactado favorablemente al tipo de cambio, y que la disminución reciente de los precios de materias primas incide favorablemente sobre los costos de producción.

En cuanto a los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría mencionó: i) una apreciación adicional del tipo de cambio en respuesta a un mayor apetito por riesgo; ii) menores precios

internacionales de los energéticos por el brote de coronavirus; y, iii) una ampliación en las condiciones de holgura. Además, uno añadió el comportamiento benigno de los precios al productor. En este contexto, algunos apuntaron que se mantiene incertidumbre en cuanto al balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación. Otros opinaron que este mantiene un sesgo al alza y uno consideró que los riesgos han disminuido.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría destacó el desempeño positivo de los mercados financieros nacionales. Indicó que ello obedeció a un ambiente favorable en los mercados internacionales. Algunos agregaron que la postura monetaria del Banco de México también contribuyó al buen desempeño de los mercados nacionales. **La mayoría señaló que las tasas de interés de valores gubernamentales disminuyeron en todos sus plazos. Uno** especificó que las mayores reducciones ocurrieron en los plazos más largos. **Otro** resaltó que han caído las tasas de interés nominales y reales. Comentó que los componentes de las tasas de interés nominales de largo plazo muestran que, en los últimos meses, las expectativas para las tasas de corto plazo y las primas por plazo han disminuido. **Uno** destacó que la tasa a 10 años se encuentra hoy 200 puntos base por debajo del nivel observado a finales de 2018. **Por su parte, la mayoría mencionó que el peso mexicano se apreció, mostrando un mejor desempeño que monedas de otras economías emergentes. Uno** comentó que el mercado accionario presentó un avance marginal. **Algunos** recalcaron que las primas por riesgo soberano presentaron disminuciones. **Uno** argumentó que la sólida postura macroeconómica y monetaria ha sido fundamental para reducir dichas primas. **Otro** mencionó que los derivados de incumplimiento crediticio (CDS) para la deuda soberana se encuentran cerca de la mitad de lo observado al cierre de 2018. Al respecto, **uno** apuntó que estos cotizan aún por encima de los correspondientes a otras economías comparables, e incorporan un recorte en la calificación soberana. **La mayoría consideró que persisten riesgos externos e internos que pudieran afectar el desempeño de los mercados nacionales. Uno** opinó que los riesgos más importantes se derivan de una posible reducción de la calificación crediticia soberana y/o de Pemex, de la evolución de las finanzas públicas, y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

La mayoría consideró que se ha mantenido una postura macroeconómica sólida y que para fortalecer el marco macroeconómico y la capacidad de crecimiento del país, además de una política monetaria prudente, es necesario consolidar sosteniblemente las finanzas públicas. Agregó que las medidas que generen confianza y certidumbre son importantes. Uno añadió que debe mantenerse un sistema financiero sano y bien capitalizado, además de reducir el riesgo de crédito soberano y de Pemex. Asimismo, apuntó que es indispensable fortalecer el Estado de derecho e incrementar la productividad adoptando nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano. **Otro** mencionó que, de prolongarse el deterioro en la formación de capital físico, y ante la falta de acervo de capital humano más productivo, existe el riesgo de minar los fundamentos del crecimiento de mediano y largo plazos, afectando el crecimiento potencial. **Algunos** agregaron que, a juzgar por la opinión de empresarios y analistas, entre los obstáculos para la actividad económica destacan los relacionados a problemas de gobernanza (inseguridad pública, inestabilidad política, impunidad y corrupción) y la incertidumbre en las condiciones económicas internas.

Sobre la situación de Pemex, **uno** puntualizó que, si bien se observó un ligero repunte en su producción, la meta para 2020 parece optimista ante el rezago en la inversión. Sostuvo que el cumplimiento del balance aprobado en 2019 no fue resultado de una mejora estructural, sino del aumento en el financiamiento de proveedores, de una menor importación de hidrocarburos y de una caída en la inversión física. Por su parte, **otro** afirmó que la pérdida del grado de inversión de Pemex podría generar volatilidad financiera, aunque apuntó que los mercados ya han descontado, en buena medida, el riesgo de una baja en su calificación crediticia. Así, **algunos** argumentaron que los cuestionamientos sobre su viabilidad financiera en el mediano plazo no se han disipado. Detallaron que es probable que se requiera de aportaciones adicionales del Gobierno Federal. **Uno** mencionó que este año los consecuentes retos para las finanzas públicas se acentúan ante la perspectiva de un crecimiento económico e ingresos petroleros por debajo de lo previsto. Opinó que si bien en 2020 la situación podría atenderse con recursos del FEIP, la vulnerabilidad de las finanzas públicas aumentaría en los siguientes años ante los retos de largo plazo que enfrenta Pemex y el probable agotamiento de los fondos de reserva del Gobierno Federal. Enfatizó

la necesidad de implementar a la brevedad acciones que permitan superar los problemas estructurales de Pemex. Por otro lado, **algunos** mencionaron que los riesgos para la calificación soberana y de Pemex han disminuido. **Uno** resaltó la reducción en la tasa de interés y el CDS de la empresa. Señaló que las recientes operaciones de recompra y refinanciamiento fueron exitosas, lo que muestra un mayor apetito por los bonos de Pemex, en línea con la mejoría en su posición financiera.

Sobre las finanzas públicas, **uno** destacó el superávit primario alcanzado y la estabilización de la deuda pública como proporción del PIB, después de que esta aumentara entre 2008 y 2016. Señaló que el comportamiento fiscal laxo de esos años propició desequilibrios macroeconómicos que repercutieron sobre el tipo de cambio y la inflación. Apuntó que, si bien en 2017 se redujo la deuda a cerca de 46% del PIB, ello se logró artificialmente con la transferencia de excedentes del Banco Central en 2016 y 2017. Afirmó que el comportamiento de las finanzas públicas en 2019 envía un mensaje de credibilidad y de compromiso con la disciplina fiscal. Por su parte, **otro** mencionó que en 2019 los ingresos cerraron por debajo de lo programado y que se logró la meta del balance fiscal por la extracción de recursos del FEIP y que de no haber contado con los recursos de dicho fondo el balance primario habría sido de 0.6%. Destacó que esta situación podría continuar en 2020, ya que el crecimiento económico según el consenso de los especialistas del sector privado será la mitad del considerado en el programa. Advirtió que, de materializarse este escenario, ocurriría una nueva disposición de recursos del FEIP. Argumentó que usar estos recursos sin implementar medidas que aumenten permanentemente los ingresos eleva la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Además, añadió que de presentarse aumentos importantes en los precios de referencia internacionales de las gasolinas, ello podría tener un costo fiscal elevado.

Política Monetaria

En relación con la decisión de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió por unanimidad disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7%. Entre los elementos considerados destacan: los niveles alcanzados por la inflación general, sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de

rendimiento externas e internas. Un miembro agregó como factores adicionales considerados en la decisión: i) la disminución en los riesgos para la inflación; ii) el entorno de bajas tasas de interés internacionales; iii) el buen desempeño de los mercados nacionales; y, iv) la fortaleza del tipo de cambio ante choques externos. **Otro** añadió las menores primas de riesgo crediticio y la mejoría en la percepción de riesgo-país, así como la estabilidad de las finanzas públicas y la menor incertidumbre en temas comerciales. Sostuvo que, si bien algunos riesgos siguen latentes, existe margen de maniobra para la política monetaria.

Algunos consideraron que la postura monetaria actual continúa siendo muy restrictiva, dado el entorno económico. **Uno** especificó que la tasa de interés real en México es la más alta dentro de un grupo amplio de economías, incluyendo aquellas que tienen una calificación crediticia por debajo de la mexicana. Argumentó que una política monetaria muy restrictiva por un periodo prolongado puede poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera, y afectar al consumo e inversión. Mencionó que el análisis de una correduría estimó un costo asociado a la postura monetaria restrictiva de 0.7% del PIB en 2019 y de 1% en 2020. Notó que al incidir en el crecimiento, repercute en el desempeño de empresas y de la bolsa de valores, así como en las finanzas públicas, mediante un mayor costo financiero de la deuda y una menor recaudación. Agregó que esto hace menos atractivos los mercados financieros nacionales, con afectaciones en las primas de riesgo y el tipo de cambio. Por ello, consideró que, en la medida en que se consolide una inflación cercana a la meta, será necesario ir transitando hacia una postura monetaria más cercana a la neutral. **Otro** señaló que la tasa objetivo inició 2019 en un nivel muy restrictivo, 3.4% en términos reales, y con un diferencial de 575 puntos base con Estados Unidos. Destacó que, a pesar de los recortes, no se dio un relajamiento absoluto, ya que la tasa real cerró el año en 4.4%. En cuanto a la postura relativa, comentó que el diferencial con Estados Unidos solo disminuyó 25 puntos base hacia fines de año, manteniéndose uno de los diferenciales más altos. Señaló que este es aún mayor al considerar el menor riesgo cambiario, el mayor apetito por riesgo y que no se anticipan cambios en las políticas monetarias acomodaticias a nivel global. Sostuvo que, por el lado de la postura absoluta, la holgura económica demanda una tasa de retorno de capital más baja, por lo que se debe buscar consistencia con la tasa neutral. En suma,

consideró que ambas posturas apuntan a la necesidad de un mayor relajamiento a fin de alcanzar el objetivo prioritario al menor costo posible.

La mayoría estimó que el estancamiento económico es resultado de múltiples factores. Señaló que el beneficio de usar la política monetaria para reactivar la economía sería modesto, y que el riesgo de hacerlo podría ser elevado. Uno indicó que se ha criticado la postura monetaria como causante en buena medida del estancamiento. Consideró que, sin embargo, su impacto ha sido marginal. Señaló que en este punto es importante reconocer los límites y alcances de la política monetaria. Afirmó que, por un lado, una política demasiado restrictiva puede afectar la inversión y el consumo, pero no es el factor principal de su pérdida de dinamismo. Agregó que los beneficios de la política monetaria implementada han sido significativos, en términos de estabilidad financiera y cambiaria, así como en la preservación del poder adquisitivo de los salarios. Otro mencionó que investigaciones recientes sugieren que, dada la alta proporción de la economía que es informal y la baja penetración crediticia, el impacto de los canales de tasas de interés y de crédito para estimular la actividad es limitado, mientras que el canal de expectativas es el preponderante para controlar la inflación. Agregó que si bien un relajamiento monetario más pronunciado podría mejorar el balance fiscal, no corregiría los problemas estructurales de las finanzas públicas. Además, destacó que la atonía de la inversión es resultado de la falta de certeza sobre las políticas públicas y de inquietudes sobre factores internos, entre ellos, la gobernanza, Estado de derecho y corrupción, que siguen configurando los mayores obstáculos para la inversión privada. Al respecto, otro señaló la importancia de mantener un entorno de mayor certidumbre, argumentando que el Banco Central puede contribuir a ello, al preservar la estabilidad macroeconómica y financiera.

Otro señaló que, ante la evolución de la inflación subyacente, el reto es que los incrementos salariales no impacten a la inflación y nulifiquen la mejoría en el poder adquisitivo. Estimó que las presiones inflacionarias por el lado de la oferta son difíciles de controlar con la política monetaria, más aun cuando son producto de una política de mediano plazo, como la salarial. Apuntó que una política salarial es exitosa cuando logra aumentar permanentemente el poder adquisitivo y generar empleos mejor remunerados. Argumentó que se debe proceder con cautela y prudencia, ponderando cuando es el

momento para modificar el ritmo del relajamiento, teniendo en cuenta que el objetivo es contribuir al mejoramiento del poder adquisitivo de los salarios. Consideró que, si bien hay elementos que sugieren una reducción en la tasa de interés, ante la persistencia de la inflación subyacente y el choque permanente de los salarios el balance de riesgos es incierto en el corto y mediano plazos.

La mayoría destacó los retos que enfrenta la política monetaria. Algunos señalaron la dificultad de conciliar una amplia holgura con presiones inflacionarias y mencionaron que existe la perspectiva de retrasar la consolidación de la inflación alrededor de la meta. Uno señaló que las expectativas de inflación general y subyacente están convergiendo a 3.5%, lo que implica un arraigo más firme en dicho nivel, mientras que las de largo plazo del componente subyacente han aumentado. De mantenerse lo anterior, representaría un factor preocupante que podría considerarse como un efecto de segundo orden sobre los precios. Así, argumentó que hay indicios de desanclaje en las expectativas de la inflación subyacente, además de que persiste un entorno de elevada incertidumbre. Opinó que, en este contexto, los retos para la política monetaria se han acentuado, por lo que esta debe continuar manejándose con prudencia. Mencionó que, aun bajo el enfoque cauteloso seguido, han aumentado los riesgos de efectos de segundo orden sobre los precios. Argumentó que el Banco Central debe enfocarse en lograr el cumplimiento de su meta en el periodo de influencia de la política monetaria. Agregó que, al mismo tiempo, se debe procurar que la convergencia hacia la meta sea ordenada, evitando potenciales costos para la actividad económica.

Otro miembro consideró que aunque la holgura se ha ampliado más de lo previsto, los retos que enfrenta la economía no son solo los asociados a su posición cíclica. Señaló que hay otros retos y factores de riesgo externos e internos que inciden sobre la economía, la formación de precios y la inflación. Notó que, si bien bajo un régimen de objetivos de inflación la postura de política monetaria debe ser tal que los pronósticos de la inflación general y subyacente se mantengan alrededor de su meta en el horizonte de pronóstico, también debe considerar otros elementos. Entre estos mencionó los efectos del entorno externo, la ampliación de la holgura y la necesidad de propiciar condiciones adecuadas en los mercados financieros. En adición a lo anterior, destacó que las decisiones de política monetaria también deben: i) permitir un ajuste

ordenado de la economía; ii) considerar el comportamiento de las curvas de rendimientos externas e internas y las primas de riesgo correspondientes; iii) mantener el interés como destino de inversión y generar confianza; iv) considerar los efectos de las condiciones monetarias relativas relevantes; y, v) propiciar que la curva de rendimientos incorpore expectativas de tasas de interés congruentes con los objetivos del Banco Central en el horizonte en el que opera la política monetaria. Asimismo, argumentó que lo anterior apunta a que el ajuste de la postura de política monetaria: i) sea gradual, para mantener la flexibilidad necesaria para enfrentar un amplio rango de escenarios y permitir que los ajustes requeridos sean ordenados; ii) incorpore toda la información disponible; iii) responda integralmente a todos los factores y características de la economía, esperados y en un amplio rango de escenarios; y, iv) resulte en la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a su meta en el plazo en que opera la política monetaria.

La mayoría resaltó la importancia de que los ajustes futuros sean consistentes con la evolución del balance de riesgos de la inflación y la evolución de la coyuntura. Uno opinó que se debe actuar con prudencia y gradualidad dado el entorno de incertidumbre. **Otro** señaló que bajo estas circunstancias las acciones futuras de política monetaria deben basarse en la información disponible al momento de la decisión, ya que intentar dar una guía más precisa, en un entorno poco claro, puede afectar la credibilidad del Banco Central. **Uno** agregó que debe mantenerse el mensaje de que la postura monetaria es consistente con el logro de la meta de inflación en el periodo en el que opera la política monetaria. **Otro** argumentó que la velocidad del ajuste debe ser considerada período tras período, depender de la información disponible, y mantener una trayectoria inflacionaria convergente a la meta. Destacó que un deterioro adicional en el balance de riesgos puede limitar el aprovechamiento del espacio en las posturas relativa y absoluta en el futuro. Añadió que, dado que la velocidad de ajuste tiene un efecto sobre las expectativas, una política prudente abona a un anclaje más firme y mantiene la credibilidad del Banco Central. Apuntó que se

debe estar alerta de no provocar complacencia con una inflación relativamente baja, pero mayor a la meta. No obstante, **uno** consideró importante que dicha guía reconozca la conveniencia de ajustar la postura monetaria hacia una menos restrictiva en un periodo relativamente corto, quedando dicho ajuste condicionado a la evolución favorable del panorama inflacionario. Argumentó que, con base en la información disponible, es posible considerar un escenario en el que se alcance la zona neutral de la tasa de interés hacia finales de este año. Estimó que un escenario como el anterior no pondría en riesgo el panorama para la inflación, pero sí mejoraría las perspectivas económicas.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió por unanimidad disminuir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7%. Entre los elementos considerados destacan: los niveles alcanzados por la inflación general, sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Para fortalecer el marco macroeconómico y la capacidad de crecimiento del país, además de una política monetaria prudente, es necesario consolidar sosteniblemente las finanzas públicas.

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 reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7%.

ANEXO

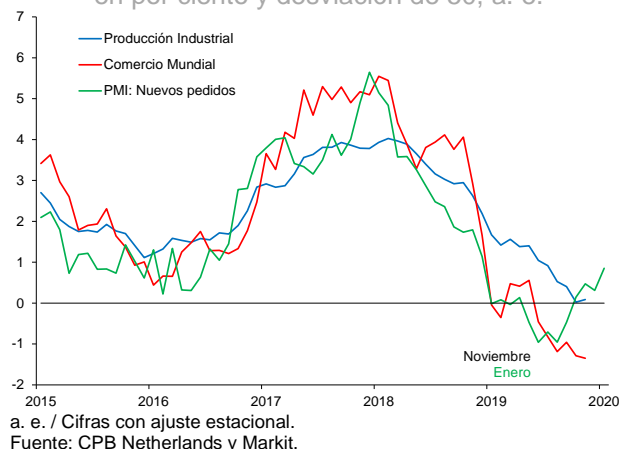
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La información disponible sugiere que el crecimiento de la actividad económica mundial siguió desacelerándose durante el cuarto trimestre de 2019 (Gráfica 1). Ello como reflejo de los efectos del entorno de incertidumbre que prevaleció respecto a las tensiones comerciales y geopolíticas y a factores idiosincrásicos en algunas de las principales economías, lo que afectó al comercio, a las manufacturas y, especialmente, a la inversión. La mitigación de algunos riesgos ante la aprobación por parte de Estados Unidos del nuevo Tratado Comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la firma de la Fase 1 del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, condujo a un desempeño positivo en los mercados financieros, un mayor apetito por riesgo y un relajamiento de las condiciones financieras. No obstante, a principios de 2020 se registraron episodios de volatilidad, como los derivados del escalamiento en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán y del brote del coronavirus (Covid-19). A su vez, si bien la información más reciente muestra una estabilización en la confianza de los negocios y en algunos indicadores prospectivos, la actividad económica no ha mostrado señales claras de reactivación. En este contexto, mientras que las expectativas de crecimiento de la economía global siguen apuntando a una ligera recuperación económica en 2020, diversos factores de incertidumbre presentes implican que el balance de riesgos para dicho crecimiento continúa sesgado a la baja en el corto y, especialmente, en el mediano plazo.

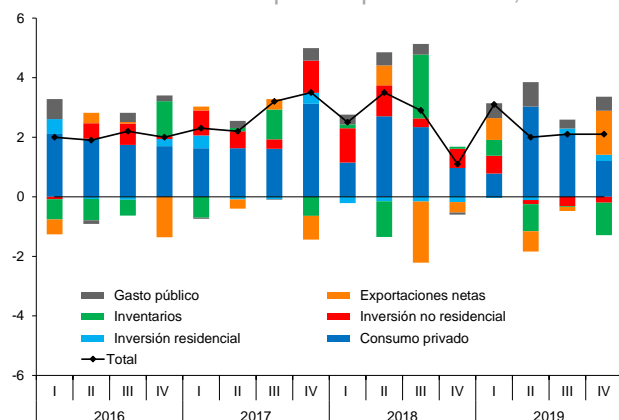
Gráfica 1
Indicadores de Actividad Global
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50, a. e.



En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada de 2.1% en el cuarto trimestre de 2019, ritmo similar al del tercero (Gráfica 2). La actividad económica siguió siendo impulsada por la inversión residencial, el gasto público y el consumo privado, si bien este último ha venido desacelerándose. Adicionalmente, como resultado de la caída de las importaciones, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento. En contraste, la inversión en equipo y en estructuras continuó contrayéndose durante el cuarto trimestre. La producción industrial en Estados Unidos se contrajo en diciembre como reflejo de una caída en el sector de generación de gas y electricidad, resultado de la disminución en la demanda por calefacción ante las condiciones inusualmente cálidas durante ese mes. Lo anterior se vio parcialmente contrarrestado por el repunte de la minería y por un crecimiento moderado de la actividad manufacturera, sector que aún muestra una elevada debilidad. Por su parte, los principales indicadores del mercado laboral en Estados Unidos todavía muestran una relativa fortaleza. En particular, el crecimiento de la nómina no agrícola, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo y los niveles de despidos siguen sugiriendo condiciones laborales apretadas. Sin embargo, otros indicadores, tales como la tasa de apertura de nuevas plazas y el índice de horas trabajadas por semana, se han moderado. La tasa de desempleo se ubicó en 3.6% en enero, situándose entre los niveles más bajos desde finales de 1969, en tanto que el crecimiento de los salarios en ese país se moderó.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



Fuente: BEA.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó de 1.1% en el tercer trimestre a 0.4% en el cuarto, a tasa trimestral anualizada. En particular, el consumo privado continuó expandiéndose, apoyado por la relativa fortaleza del mercado laboral y la elevada confianza de los consumidores. No obstante, las exportaciones siguieron mostrando debilidad, en un entorno de persistente incertidumbre que ha afectado a la actividad manufacturera y al gasto de inversión en la región. Por su parte, se estima que en Japón el PIB se contrajo en el cuarto trimestre debido a factores transitorios relacionados con condiciones climáticas adversas y por el aumento en la tasa del IVA. En este contexto, y para contrarrestar los efectos negativos de dicho incremento impositivo, se anunció un paquete de estímulo fiscal que se espera impulse la actividad económica en 2020 y 2021.

La información oportuna del cuarto trimestre del año muestra que la mayoría de las economías emergentes siguieron registrando un crecimiento moderado. En China, si bien el crecimiento del PIB se estabilizó y los indicadores más oportunos presentaron una recuperación hacia finales del año, se anticipa que el brote del coronavirus afecte negativamente la actividad económica de ese país y de otras economías emergentes en el corto plazo. En el caso de América Latina, el crecimiento parecería haberse seguido debilitando a finales de 2019, si bien persiste heterogeneidad en el desempeño de los países de la región.

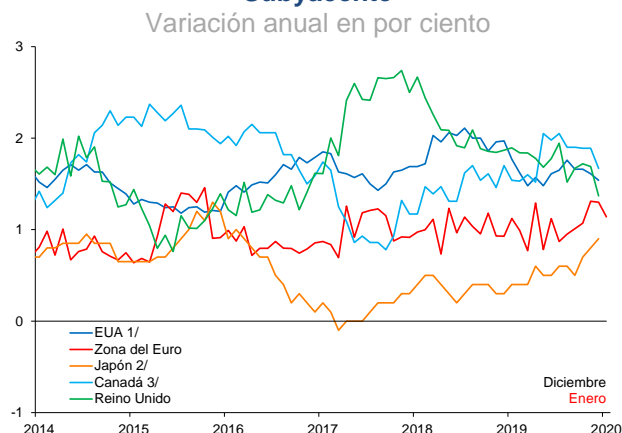
Los precios internacionales de las materias primas registraron una tendencia a la baja desde la última decisión de política monetaria en México. En el caso de los precios del crudo, estos se incrementaron de manera transitoria al cierre de 2019 y los primeros días de 2020 ante la ampliación de los recortes a la producción a partir de 2020 por parte de los países miembros de la OPEP y otros productores y el conflicto entre Estados Unidos e Irán. Posteriormente, estos registraron una importante caída a raíz de la reducción de la demanda esperada por petróleo, especialmente por parte de China, ante el brote de coronavirus. La disminución de las tensiones en Medio Oriente y el incremento de los inventarios de petróleo y gasolinas en Estados Unidos acentuaron dicha caída. A su vez, los precios de los metales industriales y de los granos mostraron una disminución debido al temor de que la emergencia sanitaria en China afecte a su economía.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación general en la mayoría de las economías avanzadas mostró un ligero repunte, aunque se mantiene por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Esta alza obedeció principalmente al aumento en los precios de la energía observado a finales de 2019. No obstante, la inflación subyacente y las expectativas de inflación en estas economías se mantienen bajas (Gráfica 3). En algunas economías emergentes, como Brasil, China, India, Filipinas, Polonia, Hungría y Turquía, la inflación general aumentó debido al alza en los precios de los alimentos, mientras que en Chile el incremento se debió a factores idiosincrásicos. Sin embargo, en la mayoría de estos países, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable.

En este contexto de inflación baja y de riesgos para la economía mundial en el corto y, especialmente, en el mediano plazo, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus posturas monetarias acomodaticias. Las expectativas extraídas de instrumentos de mercado anticipan que estas instituciones mantendrán un sesgo acomodaticio (Gráfica 4). En las economías emergentes, diversos bancos centrales han seguido relajando sus posturas monetarias, destacando los casos de Argentina, China, Brasil, Malasia, Sudáfrica, Tailandia, Filipinas, Rusia y Turquía.

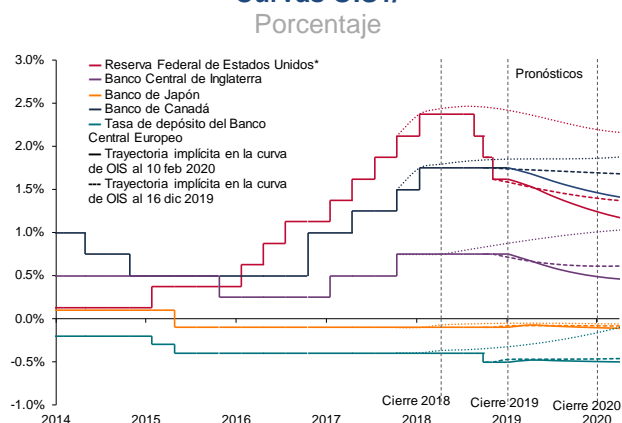
Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación Subyacente



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal (PCE)
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo de 2014.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPIX).

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

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS1/



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

Algunas de las decisiones de política monetaria que destacaron en el periodo son las siguientes:

- i) En enero, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio su rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 1.5 y 1.75%. En su comunicado de enero, ese banco central señaló que la actual postura monetaria es la apropiada para asegurar un crecimiento sostenido, condiciones laborales sólidas y un retorno de la inflación a su objetivo simétrico de 2%. La más reciente trayectoria implícita en los futuros de dicha tasa refleja una expectativa de entre uno y dos recortes de 25 puntos base durante 2020.

- ii) El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su postura de política monetaria en enero. Esa institución reiteró que espera que las tasas se mantengan en los niveles actuales o por debajo de estos hasta que la inflación converja de forma robusta hacia niveles suficientemente cercanos pero menores a 2%.

- iii) En su reunión de enero, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios, si bien dos miembros votaron nuevamente a favor de recortar su tasa de interés de referencia. El Comité de Política Monetaria señaló que la incertidumbre que enfrentan los hogares y los negocios a nivel interno ha disminuido. Destacó que evaluará de cerca si la mejoría en las perspectivas económicas efectivamente se traduce en un mejor desempeño de los indicadores de actividad económica.

- iv) En su reunión de enero el Banco de Japón tampoco modificó su postura de política monetaria. Esa institución reiteró que mantendrá las tasas de interés en sus niveles actuales o, incluso, menores hasta lograr la meta de inflación de 2%.

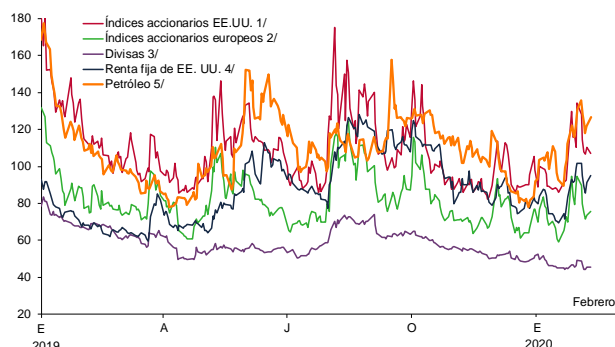
- v) El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% durante su reunión de enero. En su Reporte de Política Monetaria de ese mes, destacó que, si bien dicha economía continúa creciendo a un ritmo cercano a su potencial, anticipa que el crecimiento en el corto plazo sea menor al pronosticado en su reporte de octubre. La revisión de las perspectivas responde a los efectos de la incertidumbre global y de otros factores transitorios en la inversión de los negocios y en las exportaciones, así como a la mayor cautela por parte de los consumidores.

En los mercados financieros internacionales se registró un aumento en la volatilidad al inicio del año (Gráfica 5), el cual estuvo asociado inicialmente a las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán, y, posteriormente, a las preocupaciones relacionadas con el brote del coronavirus en China. En este escenario, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las monedas (Gráfica 6). Por su parte, los mercados bursátiles presentaron ganancias al cierre de 2019 ante la moderación de algunos riesgos que la economía global venía enfrentando, sobresaliendo los máximos históricos que registraron las bolsas en Estados Unidos. Más recientemente, otros índices accionarios registraron pérdidas debido, en gran medida, a la incertidumbre asociada al brote del coronavirus. Por otro lado, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo disminuyeron en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. En este contexto, los flujos hacia activos financieros de economías emergentes

continuaron recuperándose, aunque se ha registrado una mayor diferenciación entre economías y por tipo de activo (Gráfica 7).

Hacia delante, no se descartan mayores episodios de volatilidad en los mercados financieros derivados de la elevada incertidumbre en torno a los efectos económicos del brote de coronavirus en China, su propagación y la efectividad de las autoridades para contener dicha emergencia sanitaria. Sumado a lo anterior, persisten diversos factores de riesgo, tales como la posibilidad de un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, un agravamiento en los conflictos geopolíticos, principalmente en Medio Oriente, así como riesgos derivados de factores climáticos, entre otros.

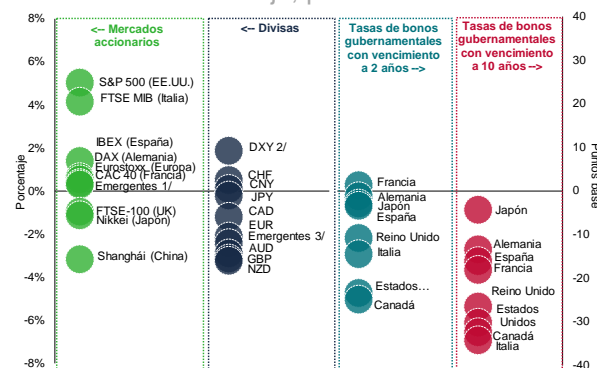
Gráfica 5
Volatilidad Implícita de Indicadores Financieros
Seleccionados
31-dic-2015=100



1/ VIX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange. 2/ V2X: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs. 3/ CVIX: Índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%. 4/ MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones *at the money* a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch. 5/ OVX: Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 6
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 16 de diciembre de 2019 al 10 de febrero de 2020
Porcentaje, puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes incluye a 24 países.

2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%. Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 7
Desempeño de Activos de Países Emergentes
del 16 de diciembre al 10 de febrero de 2020
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	1.25%	-0.15%	-21	-21	1
	Brasil	-6.18%	0.60%	-21	7	2
	Chile	-4.25%	-5.10%	1	9	6
	Colombia	-2.90%	0.68%	-22	-41	3
	Argentina	-1.90%	9.13%	-898	-245	-437
Europa emergente	Rusia	-2.62%	1.87%	-36	-38	12
	Polonia	-2.29%	1.13%	3	10	-9
	Turquía	-2.69%	6.49%	-61	-136	-7
	Rep. Checa	-0.48%	1.01%	3	-6	-2
	Hungría	-4.79%	-2.34%	27	26	-26
Asia	Malasia	-0.10%	-1.69%	-36	-28	0
	India	-0.40%	0.10%	-21	-13	-5
	Filipinas	-0.27%	-3.52%	-8	5	0
	Tailandia	-3.40%	-0.94%	-34	-44	2
	Indonesia	2.17%	-4.18%	-43	-63	-4
África	Sudáfrica	-4.10%	0.17%	-24	-21	12

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

Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

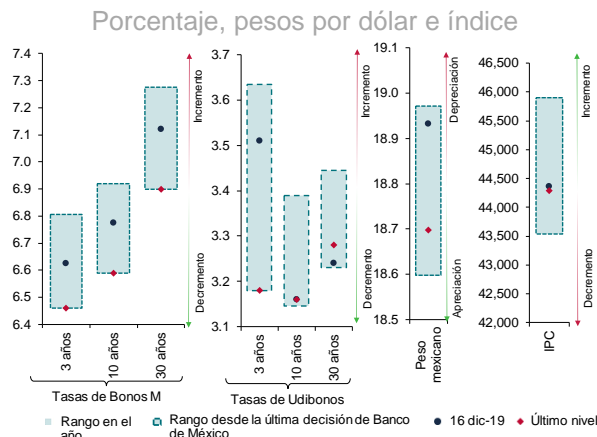
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento con un sesgo moderadamente positivo, en un entorno en el que se observó una disminución en la incertidumbre en materia comercial y en el que se continúa anticipando que los principales bancos centrales de países desarrollados mantengan un elevado nivel de estímulo monetario. En las últimas semanas, la propagación del brote del coronavirus ha generado algunas jornadas negativas para los mercados financieros del país y un repunte moderado en la volatilidad de los mismos. En particular, la cotización de la moneda nacional frente al dólar operó en un rango de entre 18.56 y 19.08 pesos por dólar, ubicándose al final del periodo en niveles de 18.70 pesos por dólar (Gráfica 8). Ello en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, se mantuvieron estables durante el periodo. Por su parte, los analistas de diversas instituciones financieras ajustaron su expectativa de tipo de cambio para el cierre de 2020 a la baja, de 20.05 a 19.67 pesos por dólar, mientras que para el cierre de 2021 la mantuvieron en 20.00 pesos por dólar (Gráfica 9).

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones de entre 15 y 25 puntos base a lo largo de toda la curva de rendimientos, siendo el segmento de largo plazo el que concentró los cambios de mayor magnitud (Gráfica 10). Ello en un contexto en el que las condiciones de operación se mantuvieron estables.

En cuanto a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIE prácticamente descuenta un recorte de 25 puntos base para la decisión de política monetaria de febrero, en línea con las expectativas de los analistas encuestados por Citibanamex. Para el cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de alrededor de 6.00% (Gráfica 11), en tanto que la mediana de la encuesta a dichos economistas prevé una tasa de 6.50%.

Gráfica 8
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos



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

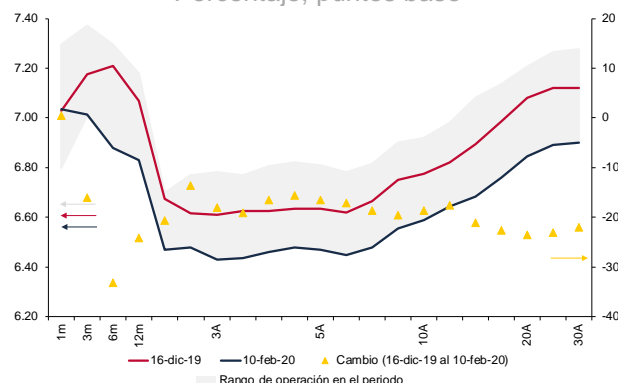
Gráfica 9
Expectativas del tipo de cambio del peso mexicano



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

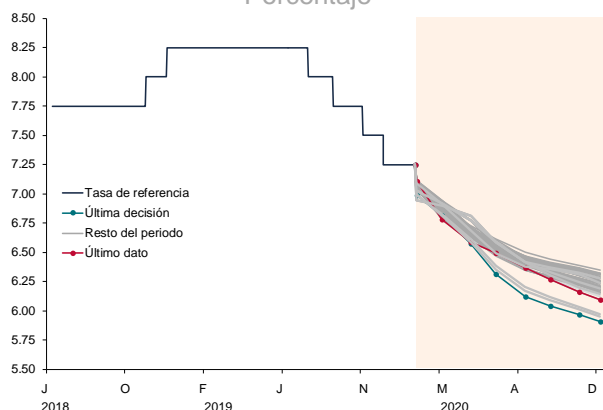
Fuente: Bloomberg y Encuesta Citibanamex.

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



Fuente: PIP.

Gráfica 11
Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje

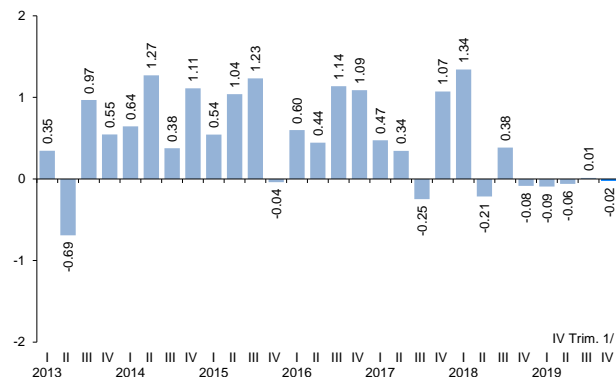


Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna de PIB de México publicada por el INEGI, en el cuarto trimestre de 2019 se mantuvo el estancamiento que la actividad económica ha venido mostrando por varios trimestres, de manera que para 2019 en su conjunto la economía presentó una ligera contracción (Gráfica 12).

Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

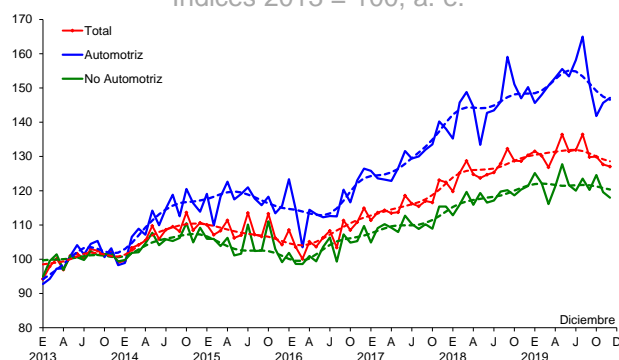
1/ La cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2019 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

En el último trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras disminuyeron respecto del trimestre previo (Gráfica 13). Esta evolución fue resultado, principalmente, de la contracción de las exportaciones automotrices, tanto las dirigidas a Estados Unidos, como al resto del mundo, en congruencia con la caída en la producción automotriz en México ante el cambio de líneas de producción en diversas armadoras y las afectaciones por las huelgas en ese sector en Estados Unidos. Asimismo, las exportaciones manufactureras no automotrices a Estados Unidos mostraron atonía, al tiempo que las exportaciones manufactureras no automotrices de México a destinos distintos de Estados Unidos siguieron exhibiendo una tendencia decreciente.

En el bimestre octubre – noviembre de 2019 el consumo privado presentó un menor dinamismo respecto del repunte observado a finales del trimestre anterior. Lo anterior se debió a la desaceleración del consumo de bienes nacionales e importados y a la debilidad del consumo de servicios. Indicadores oportunos del consumo, como los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo en el mercado nacional, presentaron un bajo dinamismo, en tanto que las ventas de vehículos ligeros mostraron un cierto repunte a principios de 2020. Por su parte, en el periodo octubre – noviembre de 2019 la inversión fija bruta continuó contrayéndose. Al interior de este indicador, tanto el gasto en construcción como el rubro de maquinaria y equipo exhibieron debilidad.

Gráfica 13
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.

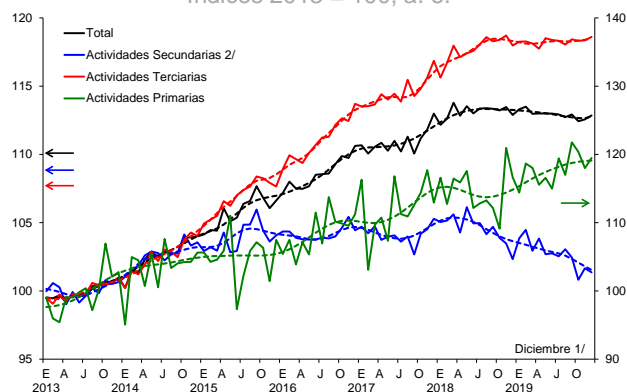


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información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

Por el lado de la producción, el estancamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2019 reflejó la contracción de la actividad industrial y el bajo crecimiento de los servicios (Gráfica 14). El comportamiento de las actividades secundarias se asocia con la debilidad de la construcción y con una ligera tendencia a la baja de las manufacturas. En contraste, la minería mostró cierta recuperación, asociada con la reactivación de la plataforma petrolera (Gráfica 15). Por su parte, los servicios registraron un bajo crecimiento. Ello resultado de las caídas en el comercio al por mayor y en los servicios de esparcimiento y otros servicios, y de los avances en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; en los servicios de transporte e información en medios masivos, y en los servicios financieros e inmobiliarios.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el último trimestre de 2019 las condiciones de holgura continuaron ampliándose como reflejo del persistente estancamiento de la actividad económica (Gráfica 16). Con relación al mercado laboral, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana presentaron una disminución a finales de 2019 (Gráfica 17). A su vez, persistió la desaceleración de la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Por su parte, con información al tercer trimestre de 2019, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto mantuvo una trayectoria ascendente. A principios del cuarto trimestre, el correspondiente al sector manufacturero también aumentó, manteniéndose en niveles elevados (Gráfica 18).

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



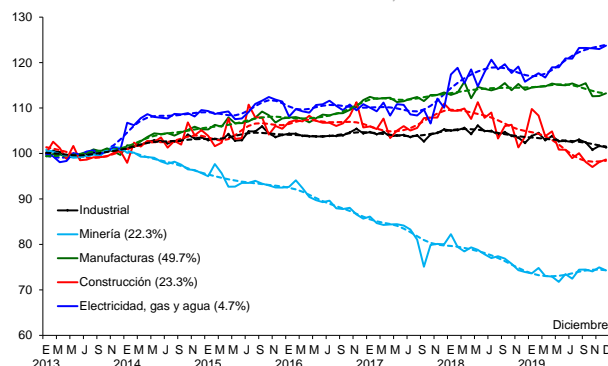
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Los datos a diciembre de 2019 corresponden a la estimación implícita con base en el PIB oportuno.

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

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

Gráfica 15
Actividad Industrial 1/
Índices 2013 = 100, a. e.



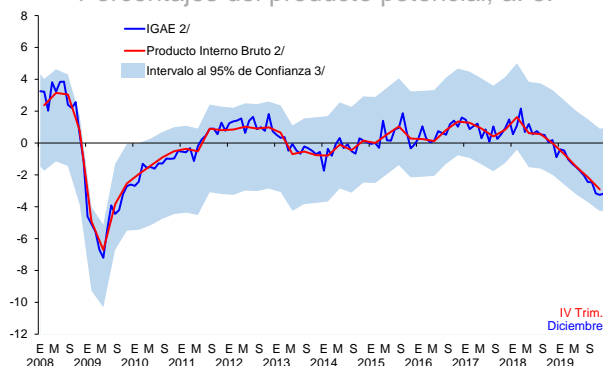
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

Gráfica 16
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 2019 y del IGAE implícito a diciembre de 2019, congruente con dicha cifra oportuna.

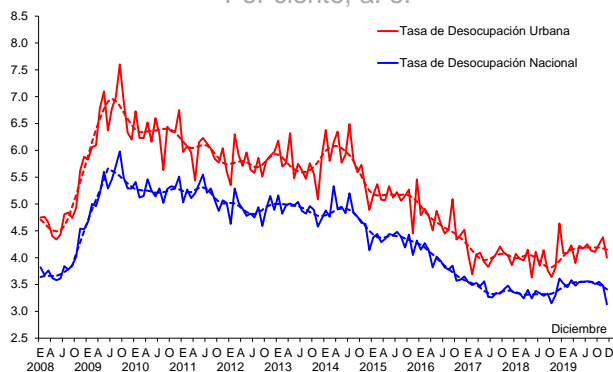
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

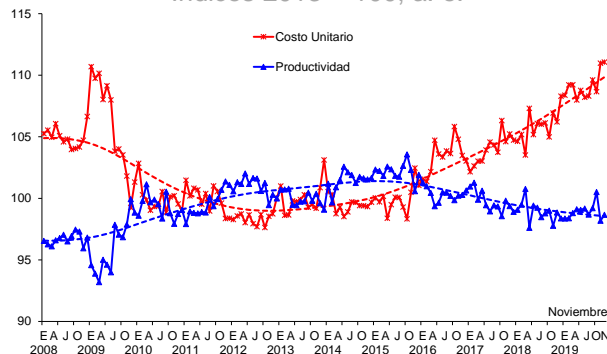


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 18
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}

Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

En diciembre de 2019, el financiamiento interno al sector privado continuó registrando una reducción en su ritmo de expansión. A su interior, el correspondiente a las empresas privadas acentuó su desaceleración, misma que se observa desde la segunda mitad de 2018. Dicha tendencia se explica por el menor crecimiento del crédito bancario y por una menor emisión de deuda interna. En el segmento de los hogares, el crédito a la vivienda moderó su dinamismo, en tanto que el crédito bancario al consumo siguió creciendo a tasas bajas. Respecto de las tasas de interés, las correspondientes al financiamiento a las empresas se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017, en tanto que, en el segmento del crédito al consumo, las correspondientes a tarjetas de crédito y créditos personales interrumpieron su tendencia al alza. Con respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo no mostraron cambios significativos y continúan en niveles elevados.

La inflación general anual exhibió un aumento de 2.97 a 3.24% entre noviembre de 2019 y enero de 2020 (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este resultado se debió a un incremento de 5 puntos base en la incidencia de la inflación subyacente y de 21 puntos base en la de la no subyacente.

Entre noviembre de 2019 y enero de 2020, la inflación subyacente anual se incrementó de 3.65 a 3.73%. A su interior, la tasa de variación anual de los precios de las mercancías alimenticias aumentó de 4.56 a 5.10% entre esas fechas, influida al alza por el incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas. En contraste, la variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias continuó ubicándose en niveles bajos y estables, registrando 2.66 y 2.68% en los meses señalados (Gráfica 20). Por su parte, en la misma comparación la tasa de variación anual de los precios de los servicios disminuyó de 3.67 a 3.51% (Gráfica 21) debido, en mayor medida, a los menores incrementos de precios en relación al año previo en telecomunicaciones y en servicios turísticos.

noviembre y diciembre, este comportamiento se revirtió parcialmente en enero debido al aumento en las tasas de variación anual de los precios del rubro de las frutas y verduras.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre diciembre y enero las correspondientes a la inflación general de corto, mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%. Asimismo, las correspondientes a la inflación subyacente para los mismos plazos aumentaron. Finalmente, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en instrumentos de mercado disminuyeron marginalmente en el mismo periodo, mientras que la prima por riesgo inflacionario mostró una reducción.

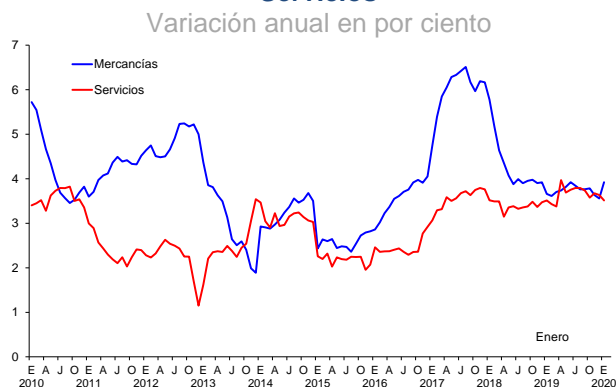
En cuanto a los riesgos para la inflación, se consideran los siguientes. Al alza, la resistencia a disminuir de la inflación subyacente. También, aumentos salariales que afecten al mercado laboral y los precios. De igual forma, un posible ajuste cambiario por factores externos o internos. En este mismo sentido, incrementos mayores a lo previsto en los precios agropecuarios. Un deterioro en las finanzas públicas. Como riesgos a la baja se considera una apreciación adicional del tipo de cambio. También, menores precios internacionales de los energéticos por el brote de coronavirus. De la misma manera, una ampliación en las condiciones de holgura. En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto al balance de riesgos para la trayectoria de la inflación.

The graph illustrates the inflation trends for two categories of goods in Chile from 2010 to 2020. The 'Alimentos, Bebidas y Tabaco' index (red) starts at approximately 5.5 in early 2010, peaks at 6.0, and then fluctuates between 2.5 and 7.5. It reaches a major peak of about 7.5 in mid-2017 and ends at approximately 5.0 in early 2020. The 'Mercancías No Alimenticias' index (green) starts at 5.5, drops to a low of about 2.0 in early 2012, and then rises to a peak of about 6.0 in mid-2017. It shows a sharp decline to approximately 2.5 in early 2020.

Fecha	Alimentos, Bebidas y Tabaco	Mercancías No Alimenticias
2010-01-01	5.5	5.5
2010-07-01	3.5	3.5
2011-01-01	4.5	3.0
2011-07-01	6.5	2.5
2012-01-01	7.0	2.0
2012-07-01	7.5	2.5
2013-01-01	6.5	3.0
2013-07-01	6.8	4.0
2014-01-01	4.5	3.0
2014-07-01	3.5	1.5
2015-01-01	4.5	1.8
2015-07-01	5.5	2.2
2016-01-01	5.5	2.0
2016-07-01	3.0	2.5
2017-01-01	4.0	3.5
2017-07-01	6.5	5.5
2018-01-01	7.5	6.0
2018-07-01	6.5	5.5
2019-01-01	4.5	3.5
2019-07-01	4.5	3.0
2020-01-01	5.0	2.5

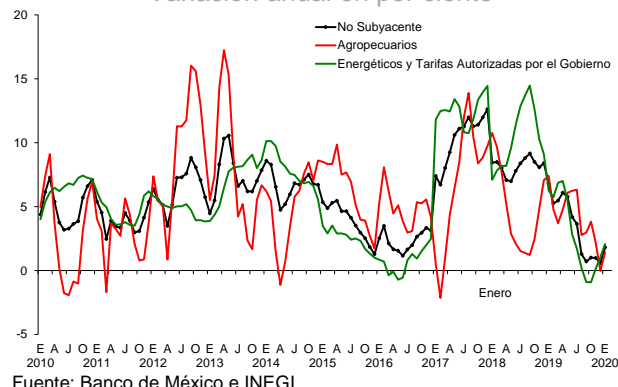
17

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 22
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento

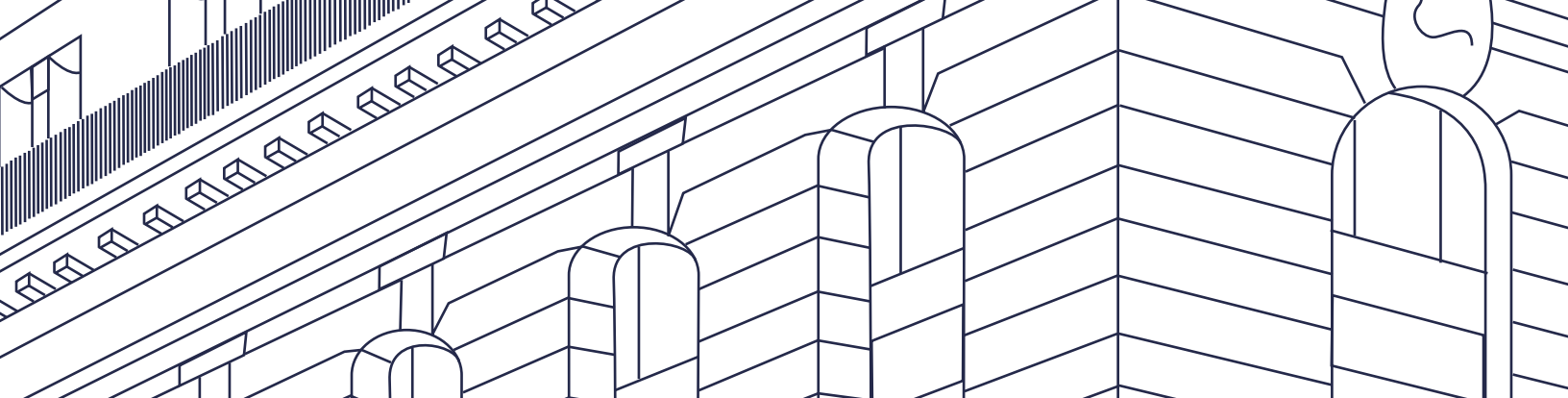


Fuente: Banco de México e INEGI.

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

Concepto	Noviembre 2019	Diciembre 2019	Enero 2020
INPC	2.97	2.83	3.24
Subyacente	3.65	3.59	3.73
Mercancías	3.63	3.56	3.92
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.56	4.45	5.10
Mercancías No Alimenticias	2.66	2.62	2.68
Servicios	3.67	3.64	3.51
Vivienda	2.88	2.91	2.93
Educación (Colegiaturas)	4.73	4.73	4.69
Otros Servicios	4.16	4.05	3.78
No Subyacente	0.98	0.59	1.81
Agropecuarios	2.18	-0.03	1.44
Frutas y Verduras	-1.48	-5.40	-1.76
Pecuarios	5.38	4.98	4.45
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	0.14	1.04	2.08
Energéticos	-1.80	-0.54	0.86
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.09	5.05	5.07

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 27 de febrero de 2020

