BANCO DE MÉXICO

Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 21 de iunio de 2018

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 21 DE JUNIO DE 2018

Lugar: Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 20 de junio de 2018.

Asistentes:
Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.
Mtra. Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.
Dr. José Antonio González Anaya, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Dr. Miguel Messmacher Linartas, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Lic. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario de la Junta de Gobierno.

El orden de las intervenciones se realiza conforme a la antigüedad del nombramiento de los Subgobernadores y, por último, la del Gobernador. En los comentarios de cada miembro de la Junta, se transcriben todos los posicionamientos que hayan realizado a lo largo de la reunión.

MTRA. IRENE ESPINOSA CANTELLANO

En cuanto al crecimiento económico mundial, la perspectiva del crecimiento para el período 2018-2019 se mantiene relativamente sin cambio, aunque ha aumentado la incertidumbre en el corto plazo y el balance de riesgos de mediano plazo se ha deteriorado.

Es previsible que el crecimiento mundial comience a disminuir en el mediano plazo, en la medida en que a nivel global se reduzca la holgura de la economía, se modere la inversión y el comercio, se desvanezcan los efectos de la reforma tributaria de Estados Unidos, se disipe el estímulo económico generado por China, y se vuelvan más astringentes las condiciones de financiamiento.

Asimismo, la actividad económica mundial ha comenzado a mostrar indicios de divergencia. En lo que se refiere a las economías avanzadas, la economía de Estados Unidos se enfila hacia un repunte durante el segundo trimestre del año por la recuperación del consumo privado dado el alto nivel de confianza y por una sólida expansión de la inversión fija, mientras que en la zona del euro se observa un debilitamiento, el cual ha generado dudas sobre la fortaleza de la recuperación.

En tanto, las economías emergentes continúan creciendo a un ritmo elevado, pero con riesgos a la baja. La economía china se está desacelerando gradualmente debido a su posición cíclica. Sin embargo, la caída podría ser mayor por la eliminación de beneficios fiscales y el escalamiento de una posible guerra comercial.

Entre los principales factores de riesgo para el crecimiento destacan el aumento de medidas proteccionistas, sorpresas inflacionarias en Estados Unidos y mayores tensiones por riesgos geopolíticos.

En cuanto a la inflación, el balance de riesgos en el corto plazo se mantiene relativamente estable, pero con señales mixtas. En las economías avanzadas también se observan ciertas divergencias, tanto en la inflación y sus expectativas como en las políticas monetarias.

En Estados Unidos y Canadá la inflación ha aumentado, mientras que en Japón y en la zona euro se mantiene débil y por debajo de las metas de sus bancos centrales. Las expectativas de inflación han

aumentado de forma generalizada y se espera que la política monetaria se vuelva menos acomodaticia, aunque en unos países ese proceso será más lento.

En junio, la Fed incrementó el rango de su tasa de referencia en 25 puntos base para dejarlo en 1.75% - 2%, en virtud de que la inflación se aproximó al objetivo simétrico del 2% y sus proyecciones de inflación para 2018 y 2019 se ajustaron al alza. Esta revisión es congruente con la dinámica del mercado laboral que sigue fortaleciéndose. Además, de acuerdo a su comunicado, se esperan al menos dos incrementos adicionales de 25 puntos base cada uno, en lo que resta del año. El nuevo lenguaje del comunicado de dicho Instituto Central apunta a un aceleramiento en el proceso de normalización de la política monetaria.

Por su parte, el Banco Central Europeo dejó sin cambio su tasa de referencia ante el aumento moderado de la inflación en la zona del euro e indicó que espera mantenerlas en sus niveles actuales por lo menos hasta el verano de 2019 o el tiempo que sea necesario. Asimismo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón también mantuvieron inalteradas sus tasas. No obstante, se espera que el primero pueda endurecer su postura más tarde en el año, mientras que el segundo mantendría la política monetaria altamente acomodaticia, posiblemente hasta 2020.

En las economías emergentes, el panorama inflacionario también es heterogéneo. Si bien algunos países registraron un relajamiento en su postura monetaria, se han observado apretamientos en Argentina, Indonesia, Rumania y Turquía, dada su posición cíclica o ante presiones inflacionarias. Asimismo, la reciente depreciación de algunas monedas y el aumento de precios de las materias primas han incrementado los riesgos de una mayor inflación en las economías emergentes.

En prospectiva, persisten cuatro factores de riesgo principales para la inflación: uno, un alza más acelerada de la inflación en los Estados Unidos; dos, que continúe la tendencia alcista en los precios de las materias primas; tres, la posible incidencia en los costos de insumos derivados de incrementos por aranceles y otras barreras no arancelarias, y cuatro, problemas en ciertas economías emergentes por desbalances externos o fiscales.

En cuanto a los mercados financieros, éstos mostraron una mayor volatilidad. Desde febrero de este año se ha observado una continua recomposición de carteras hacia activos de menor riesgo y flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros, particularmente de activos de renta fija de países emergentes. En adición a lo anterior, continúan las preocupaciones en algunas economías avanzadas sobre los activos sobrevaluados, en especial los de economías emergentes, así como por el uso creciente de derivados complejos, los cuales han contribuido a ampliar aún más los movimientos de los mercados.

Los principales factores que contribuyeron a dichos movimientos adversos son los siguientes: un aceleramiento en el ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, ante sorpresas inflacionarias en este país; la fortaleza generalizada del dólar frente a la mayoría de las divisas de países emergentes; las tensiones entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, y eventos geopolíticos o idiosincráticos tanto en el bloque de economías avanzadas, por ejemplo en Italia y España, como en las emergentes, Turquía, Argentina y Brasil.

Entrando al entorno económico nacional, la actividad económica continuó mostrando una reactivación en el primer trimestre del año. No obstante, indicadores oportunos sugieren cierta desaceleración durante el segundo trimestre.

Por el lado de la demanda, mientras que el consumo ha seguido creciendo, la inversión parece estar moderándose y las exportaciones muestran una ligera disminución. Por el lado de la oferta, la producción industrial muestra debilidad por el incipiente cambio en la tendencia de la construcción y cierta atonía en las manufacturas. En este contexto, diversos indicadores sugieren que las condiciones de holgura siguen mostrando cierto estrechamiento. No obstante, los pronósticos de crecimiento para el PIB de México para 2018 y 2019 se mantienen sin cambios en 2.7% y 2.6%, respectivamente.

Por último, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja: uno, por la posible postergación de proyectos de inversión o la reducción de gasto en consumo, debido a un desenlace desfavorable de la renegociación del TLCAN o el resultado de la elección presidencial; dos, un escalamiento de las medidas proteccionistas a nivel mundial que limitara, frenara o incluso revirtiera parcialmente la inserción de México en las cadenas de valor global; tres, la creciente inseguridad pública, que ya ha afectado la actividad productiva del país, y cuatro, posibles modificaciones futuras a la postura fiscal que pudieran deteriorar la percepción del riesgo soberano.

El peso mexicano ha continuado presentando una tendencia negativa por aspectos globales, regionales e internos. Esta depreciación ocurre en un contexto en el que las condiciones de operación en el mercado cambiario han mostrado ya un deterioro adicional. Asimismo, se observó una reducción en las posiciones cambiarias en derivados en favor del peso mexicano, principalmente de inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de corto plazo.

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron incrementos y en el mismo sentido, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas mostraron aumentos moderados, para ubicarse en 4.15% a 3, 10 y 30 años.

Durante mayo, la inflación continuó disminuyendo, si bien a un ritmo menor al observado en los meses previos. Sin embargo, los pronósticos de la inflación que realiza el *staff* del Banco de México se revisaron al alza, tanto en el componente subyacente como no subyacente, por lo que se prevé que el ritmo de convergencia hacia el objetivo del 3% sea menor al anticipado.

Esto último debido a una perspectiva al alza de los precios de los energéticos mayor a la anticipada; una trayectoria de tipo de cambio más depreciada y, en menor medida, los efectos que se espera tengan los aranceles impuestos a algunos productos e insumos que se importan de Estados Unidos.

Así, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado y mantiene un sesgo al alza, asociado a los cinco factores siguientes: que la moneda nacional continúe presionada ante la fortaleza del dólar; choques adicionales en los precios de bienes agropecuarios y de los energéticos; el estrechamiento en el margen de las condiciones de holgura de la economía; una posible modificación a la política de suavizamiento de los precios de gasolinas, y un escalamiento de medidas proteccionistas.

Para fines de tomar la decisión de política monetaria, conviene considerar que el entorno que enfrenta nuestra economía es más adverso del que prevalecía en la última reunión de política monetaria. De hecho, hoy ya se han materializado algunos de los riesgos previstos en esas reuniones pasadas.

Uno, la Reserva Federal de Estados Unidos ha decidido acelerar el ritmo de normalización de su política monetaria y se esperan en este año al menos dos alzas adiciones en su tasa de referencia.

Dos, una mayor aversión al riesgo que se ha reflejado ya en salidas de posiciones de activos, principalmente de renta fija, de economías emergentes.

Tres, el inicio de una guerra comercial entre Estados Unidos y sus principales socios, incluyendo a México. Como resultado de ello, ya se vislumbran signos de reducción del comercio mundial. Si bien se estima que los aranceles impuestos a México hasta la fecha tendrían un impacto limitado en el crecimiento y en la inflación, los efectos podrían aumentar conforme se vaya ampliando la lista de productos sujetos a medidas arancelarias.

Asimismo, el comportamiento reciente de la inflación, que en el mes de mayo moderó el ritmo con el que venía cayendo desde enero, e incluso datos oportunos que sugieren que en junio podría mostrar un ligero aumento, ha implicado que las previsiones para la inflación en México se revisen al alza. Específicamente,

si bien se espera que la inflación continúe disminuyendo, en el nuevo escenario base, lo hará a un menor ritmo de lo que se anticipaba e incluso no alcanzaría la meta de 3% durante 2019.

El balance de riesgos para la inflación también se ha deteriorado, ya que persisten riesgos al alza significativos que pudieran materializarse en las próximas semanas. Entre ellos destacan los siguientes: mayores presiones en el mercado cambiario, las cuales podrían ser consecuencia de los efectos conjuntos de los factores ya mencionados; la introducción de nuevos aranceles que impacte los precios de un conjunto más amplio de los bienes que integran la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor, así como presiones en la inflación de Estados Unidos y su consecuente efecto sobre el ritmo de normalización de la política monetaria; que se intensifiquen las posibles presiones provenientes del mercado laboral dado el estrechamiento en el margen de las condiciones de holgura de la economía, y la eventual ocurrencia de choques adicionales que afecten a la inflación no subyacente, en particular a los precios de bienes agropecuarios y energéticos.

Así, en prospectiva, los riesgos para la economía nacional se han incrementado y los mercados financieros ya han comenzado a reflejar el nuevo panorama.

En adición a lo anterior, nos encontramos ante un entorno más incierto, en el que están ocurriendo simultáneamente distintos choques.

En el ámbito económico, medidas proteccionistas que cuestionan y ponen en riesgo el modelo de integración mundial y, en particular para nuestro país, el futuro del TLCAN. En el ámbito político, eventos que podrían implicar cambios en los modelos democráticos y de gobierno. Y en el ámbito geopolítico, tensiones entre diversos países, incluyendo a grupos tradicionalmente cohesionados como el G7 o la zona del euro.

Ante esta situación sin precedente histórico, que podría afectar en lo inmediato al ambiente y las perspectivas de negocios, resulta sumamente difícil anticipar todas las consecuencias posibles. Por ello, la coyuntura actual exige por parte de este banco central apuntalar la confianza en la economía nacional mediante una actuación prudencial y de cautela.

Por todo lo anterior, y en cumplimiento del mandato del Banco de México, a fin de actuar de manera oportuna para brindar certidumbre a la convergencia de la inflación a la meta en los tiempos previstos, mi intención de voto es a favor de incrementar en esta ocasión el objetivo para la tasa de referencia en 25 puntos base, para llegar a un nivel de 7.75%.

Asimismo, para que el Banco de México esté en posibilidad de cumplir cabalmente con el objetivo prioritario de su mandato, es indispensable que el Estado Mexicano mantenga una política fiscal responsable y sostenible, lo que le permitiría diferenciarse de otras economías emergentes, al contar con fundamentos económicos más sólidos y una mayor resiliencia para hacer frente a choques adversos.

Finalmente, será fundamental dar un seguimiento estrecho durante las próximas semanas a la evolución de la inflación y sus determinantes, así como a los diversos factores de incertidumbre que prevalecen y a los riesgos tanto internos como externos para que, en su caso, esta Junta de Gobierno pueda tomar las medidas de política monetaria pertinentes, de forma oportuna y firme, que permitan la consecución de los objetivos trazados.

LIC. JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

La información oportuna sugiere que en buena medida como resultado de un repunte en las economías avanzadas, la economía global incrementó su ritmo de expansión durante el período abril-junio de 2018. Si bien lo anterior continúa dando sustento a la previsión de un ligero fortalecimiento este año y el siguiente con respecto a las cifras observadas en 2017, manteniéndose así tasas de crecimiento que se estiman por

encima del potencial, es importante señalar la persistencia de importantes riesgos a la baja para este escenario, algunos de los cuales se han acentuado recientemente.

Entre estos, destaca en primer lugar la posibilidad de mayores restricciones a los flujos internacionales de bienes y servicios. En efecto, las tensiones comerciales que se venían gestando desde el inicio de la presente administración en Estados Unidos, se agudizaron en las últimas semanas con la introducción de medidas proteccionistas por parte de dicho país, así como por las que, en respuesta, también han dado a conocer las economías afectadas. Estos eventos nos acercan a un escenario que, de materializarse, disminuiría de manera significativa los flujos de comercio a nivel global, más allá de los países directamente involucrados.

De hecho, según estimaciones recientes, incrementos en las barreras arancelarias en los niveles legalmente permitidos, podrían derivar en reducciones del comercio global similares a las observadas en 2008-2009, afectando en mayor medida a las regiones emergentes y en desarrollo. Lo anterior es particularmente relevante en virtud de la importancia de los flujos internacionales de mercancías y servicios para el crecimiento global.

En segundo lugar, la posibilidad de que la Reserva Federal lleve a cabo un proceso de normalización de su postura de política monetaria más rápido de lo anticipado se mantiene latente. Aun cuando el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de fondos federales, así como la actualización de las proyecciones que apuntan ahora a dos incrementos adicionales de igual magnitud en lo que resta de 2018, continúan siendo congruentes con un escenario de ajuste gradual, el riesgo de sorpresas inflacionarias y su consecuente repercusión en la trayectoria de las tasas de interés es elevado. Esto, en vista de la marcada reducción de los niveles de holgura de esta economía, en particular en el mercado laboral, y de las medidas de relajamiento fiscal recientemente implementadas, que pueden derivar en presiones adicionales sobre los salarios y los precios por el lado de la demanda. A lo anterior, cabe agregar el posible impacto sobre los precios internos de las medidas proteccionistas y la recuperación de las cotizaciones de los hidrocarburos y otras materias primas, que podrían contribuir a un repunte de la inflación.

En tercer lugar, aunque la situación geopolítica a nivel global parece haber mejorado tras la reunión de hace unos días entre los presidentes de Estados Unidos y Corea del Norte, las tensiones en otros frentes continúan presentes y en riesgo de agudizarse. A los desafíos que de esto se derivan, se suman los asociados a procesos electorales y acontecimientos de orden político en diversos países, tanto avanzados como emergentes.

En buena medida como resultado de lo anterior, la incertidumbre a nivel global se mantiene muy elevada, lo que podría incidir negativamente en la actividad económica de las regiones involucradas, e inclusive a nivel global, en particular a través de su efecto sobre la inversión.

En este contexto, en las últimas semanas se ha registrado un incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, así como un menor apetito por riesgo, lo que se ha reflejado en un fortalecimiento del dólar y caídas generalizadas de diversos índices accionarios. En las economías emergentes, lo anterior ha redundado en salidas de capital, que en mayo alcanzaron las cifras más elevadas desde noviembre de 2016, al tiempo que los precios de sus activos, particularmente sus monedas, han continuado registrando un desempeño generalmente negativo, en algunos casos acentuado por factores idiosincráticos.

Es de esperarse que lo anterior tenga repercusiones adversas sobre el desempeño económico de estos países y de manera más marcada en aquellos donde persisten altos niveles de endeudamiento, tanto público como privado, y otras vulnerabilidades.

En México, el PIB registró durante el primer trimestre de 2018 un crecimiento elevado. Si bien las exportaciones y el consumo, por el lado de la demanda, y los servicios, por el de la oferta, continuaron

mostrando fortaleza, el crecimiento del PIB aparentemente estuvo influido también por factores de naturaleza transitoria.

Entre estos destaca el impacto de los esfuerzos de reconstrucción tras los sismos de septiembre del año pasado que afectaron tanto las cifras de producción industrial como las de inversión. Adicionalmente, el fortalecimiento reciente de esta última podría ser resultado de un adelantamiento de importaciones de bienes de capital ante la incertidumbre relacionada con la renegociación del TLCAN y, en general, con el acrecentamiento de tendencias proteccionistas en la economía mundial. A lo anterior cabe añadir el aumento que generalmente muestra la demanda agregada durante los meses previos a elecciones presidenciales.

La escasa información disponible sobre la evolución de la actividad económica durante el segundo trimestre de 2018 es congruente con esta interpretación. Al mes de abril, ya se observa una desaceleración del componente de construcción en la producción industrial que, de hecho, se hizo evidente también en las cifras de inversión al cierre del primer trimestre.

En este contexto, la situación del mercado laboral no presenta cambios de consideración. En abril, la tasa de desocupación nacional registró cifras similares a las observadas desde mediados de 2017. Así, este mercado continúa mostrando condiciones apretadas que, en mi opinión, son compatibles con una brecha del producto alrededor de cero, como la sugerida por la mayoría de indicadores disponibles. Por otra parte, parece haberse detenido el deterioro de los salarios reales observado durante 2017, pero no se observan presiones salariales excesivas.

Se espera que la economía se desacelere en los próximos meses, conforme el impacto de los factores que afectaron temporalmente la actividad económica a principios de 2018 se diluya. De esta forma, se registraría un ritmo de crecimiento más cercano a su potencial durante el resto de este año y el siguiente, que mantendría la brecha del producto cercana a cero.

En lo anterior influiría también el posible ajuste del gasto en la etapa posterior al período electoral; un efecto negativo, aunque relativamente pequeño, de la reciente introducción de aranceles en Estados Unidos a las importaciones provenientes de México y de la respuesta a estas acciones, y una nueva disminución de la plataforma de producción petrolera.

En mi opinión, el balance de riesgos para el crecimiento económico durante el periodo de influencia de la política monetaria se mantiene a la baja y se ha deteriorado. Si bien los factores son, en general, los mismos que se han venido observando desde hace meses, varios de ellos presentan un panorama más complejo. Cabe destacar al respecto, la posibilidad de una etapa prolongada de renegociación del TLCAN; el potencial de un escalamiento del proteccionismo en la economía mundial, y la perspectiva de un apretamiento más rápido de la política monetaria en Estados Unidos. A lo anterior, debe agregarse el riesgo de turbulencia en los mercados financieros internacionales por diversos motivos, las implicaciones de la reciente reforma fiscal en Estados Unidos y la incertidumbre derivada del periodo electoral en México.

La inflación ha continuado mostrando una tendencia a la baja que, aunque menos pronunciada que en los primeros meses del año, continúa siendo compatible con la trayectoria prevista por el Banco de México. Tanto la inflación subyacente como la no subyacente mostraron disminuciones, no obstante las presiones derivadas de un efecto calendario sobre los precios de los servicios turísticos, en el caso de la primera, y de las cotizaciones de los energéticos, en el de la segunda.

Las expectativas de inflación basadas en encuestas, tanto de corto como de mediano y largo plazos, se mantienen relativamente estables, si bien con un ligero aumento en las correspondientes al cierre de este año. No obstante, todas ellas siguen ubicadas por encima de las proyecciones del Banco de México y de la meta de 3%. Además, el diferencial entre el rendimiento nominal y real sobre valores gubernamentales se ha ampliado de manera importante en las últimas semanas. A mi juicio, esto sugiere mayor preocupación en los mercados por el comportamiento de la inflación en el mediano y largo plazos.

En las últimas semanas han surgido diversos factores que incidirían de manera adversa en el comportamiento que se había anticipado para la inflación en los próximos meses. La trayectoria reciente de la paridad peso-dólar puede repercutir sobre los precios, y la perspectiva de una negociación prolongada del TLCAN probablemente implicará un nivel para el tipo de cambio por encima de lo previsto durante el resto de este año. Además, las proyecciones para la evolución de los precios de la gasolina y del gas LP se han ajustado al alza. A lo anterior debe agregarse el impacto de los aranceles recientemente introducidos a las importaciones de algunos productos de Estados Unidos. En virtud de lo anterior, es probable que la convergencia de la inflación a la meta lleve más tiempo de lo estimado con anterioridad.

Así, el balance de riesgos para la inflación se mantiene al alza y se ha deteriorado. Como en los meses previos, considero que el principal entre ellos se deriva del posible comportamiento del tipo de cambio, ya que este puede verse afectado por uno o varios de los factores de incertidumbre que afectan a la economía, particularmente la renegociación del TLCAN, la etapa electoral y postelectoral en nuestro país, y la apreciación del dólar en respuesta al aumento de las tasas de interés en Estados Unidos u otros factores.

Tampoco pueden descartarse presiones sobre los precios por el lado de la demanda, en virtud de las apretadas condiciones prevalecientes en el mercado laboral, o de aumentos en los precios de los bienes que integran la canasta de la inflación no subyacente, dada su elevada volatilidad. Asimismo, como ya se señaló, ante las acciones y mensajes del gobierno de Estados Unidos, se ha acrecentado el riesgo de presiones inflacionarias derivadas de mayores tendencias proteccionistas en la economía mundial.

El tipo de cambio del peso frente al dólar se depreció de manera importante en las últimas semanas. En lo anterior influyó, en parte, la apreciación generalizada del dólar frente a las monedas de las economías emergentes y otras avanzadas, ante los distintos factores de incertidumbre presentes a nivel global. Sin embargo, el debilitamiento del peso mexicano ha sido más pronunciado que en la mayoría de las economías emergentes, lo que hace evidente la presencia de factores idiosincráticos. Entre estos destaca la preocupación derivada de la renegociación del TLCAN, aunque el nerviosismo resultante de la etapa electoral también ha incidido en la trayectoria del tipo de cambio. Las condiciones de operación en el mercado cambiario se han deteriorado, si bien manteniéndose dentro de rangos adecuados. Las tasas de interés en México también han sido afectadas por la combinación de factores internos y externos. En este contexto, se ha observado una ampliación adicional de los diferenciales con las tasas de interés en Estados Unidos y un marcado aplanamiento de la curva de rendimientos.

Los acontecimientos recientes implican la materialización de varios de los riesgos para la inflación que se preveían desde hace varios meses, con implicaciones tanto para la subyacente como para la no subyacente. En algunos casos, se trata de cambios en precios relativos que afectan la inflación en el corto plazo, aunque normalmente no inciden en las expectativas de inflación de largo plazo. En otros casos, tales como la depreciación del peso derivada de la renegociación del TLCAN, el impacto inflacionario podría ser más prolongado, si bien el panorama no es claro, ya que se desconoce el periodo que durarán las negociaciones y su resultado final.

De esta forma, seguramente será necesario extender el periodo en el cual se logrará la convergencia de inflación a la meta de 3%. Además, esto se da en un contexto de choques sobre los precios de varias fuentes, un balance de riesgos al alza para la inflación y un entorno de gran incertidumbre.

Bajo estas circunstancias, es indispensable una respuesta de política monetaria a fin de evitar el desanclaje de las expectativas de inflación y asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por tanto, mi voto es a favor de incrementar el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 25 puntos base, a un nivel de 7.75%.

El escenario para los próximos meses probablemente se caracterizará por un tipo de cambio del peso frente al dólar presionado, entre otros factores, por la prolongación de las negociaciones del TLCAN, y el

apretamiento de las condiciones financieras globales. Estas presiones pueden ser aliviadas o acrecentadas, en un principio, por el mensaje en materia económica del ganador de las próximas elecciones presidenciales y, posteriormente, por cómo este mensaje se plasme en acciones concretas al inicio de la nueva administración. En este proceso, será fundamental tener presentes los riesgos derivados de un entorno externo tan complejo y de una economía tan abierta a los flujos de capital del exterior como la mexicana.

Considero que en una etapa de incertidumbre como la actual, la política monetaria enfrenta la posibilidad de sorpresas en una u otra dirección. Naturalmente, el Banco de México debe estar preparado para responder a cualquier escenario que se presente. En virtud de lo anterior, a mi juicio no podemos descartar la posibilidad de nuevos aumentos de la tasa de interés de referencia en los próximos meses.

DR. MANUEL RAMOS FRANCIA

El crecimiento mundial de la actividad económica continúa, si bien la heterogeneidad del mismo, entre las principales economías avanzadas viene acentuándose. En particular, el crecimiento en los Estados Unidos y sus expectativas en los siguientes trimestres se sitúa por arriba de los de la zona del euro y de los de Japón.

En congruencia con lo anterior, si bien la trayectoria esperada para la inflación en las principales economías es, en general, al alza, en el caso de los Estados Unidos claramente se encuentra por arriba de las del resto de las principales economías avanzadas. Ante las condiciones anteriores, se esperan niveles de tasas y una trayectoria de las mismas más elevadas en el caso de ese país.

En general, es previsible que en los próximos trimestres el dólar de los Estados Unidos muestre una tendencia hacia la apreciación, así como que los diferenciales de los niveles y de las trayectorias esperadas de las tasas de interés entre Estados Unidos y otras economías avanzadas sean mayores y posiblemente, más volátiles.

Este contexto estaría asimismo reflejado en una velocidad de retiro del estímulo monetario mayor en los Estados Unidos con respecto a otras economías avanzadas.

Es importante mencionar, no obstante, que el escenario de mayor inflación en los Estados Unidos está siendo acomodado, hasta ahora, de manera gradual y sin mayores sobresaltos por parte de la Reserva Federal, tanto en lo que se refiere a los ajustes en su tasa de referencia de política monetaria, como a su guía futura de política monetaria, esto es *forward guidance* que dicha institución ha venido comunicando. En efecto, el escenario base para el inflación en ese país no prevé una probabilidad elevada de que se presenten choques inflacionarios adversos.

Finalmente, cabe resaltar que quizás el principal riesgo a la baja para el crecimiento mundial y a la alza para la inflación global actualmente sería el que las tensiones comerciales entre algunas de las principales economías del mundo se agudicen. Incluso, las cifras sobre el crecimiento del volumen de comercio a nivel global muestran ya claramente una reversión.

En el primer trimestre del año el Producto Interno Bruto en México mostró una variación trimestral ajustada por estacionalidad de 1.1%, ligeramente mayor a lo previsto. Actualmente, se espera que el producto crezca en términos reales entre 2.5% y 3%, tanto en 2018 como en 2019. Ello implicaría que, partiendo de un nivel moderadamente por arriba de cero, la brecha del producto vaya convergiendo gradualmente a dicho número en los siguientes trimestres.

Lo anterior se ve asimismo reflejado tanto en la evolución reciente, como en la esperada, de una amplia gama de indicadores cíclicos de la economía, así como en la brecha del producto que no incluye al sector petrolero que, a mi parecer, es la manera correcta actualmente de valuar la posición de la economía en el ciclo de negocios.

Congruente con el escenario anterior, uno, la reversión de algunos choques de oferta, así como, dos, el reflejo de la operación de diversos canales de transmisión monetaria, las inflaciones general y subyacente en México continúan mostrando una trayectoria descendente.

En las últimas semanas, los precios de los activos mexicanos parecerían estar incorporando con cierta probabilidad un nuevo choque al tipo de cambio real. El posicionamiento en los mercados con respecto a la moneda nacional parecería haberse movido en esa dirección, si bien, en los últimos días la moneda nacional ha mostrado, en el margen, una apreciación.

De esta manera, diversos choques, externos e internos, parecerían estar presionando tanto al tipo de cambio real como a las tasas reales de interés en nuestro país. Por el lado externo, los mercados y analistas internacionales han ajustado sus expectativas en dirección de un retiro más rápido del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal, aunque no se prevé que dicho proceso sea acompañado por volatilidad excesiva. Asimismo, como ya se comentó, las posibilidades de que se agudicen conflictos comerciales entre naciones parecen estarse incrementando de manera importante. Por el lado interno, la probabilidad de una renegociación exitosa del TLCAN en los siguientes meses se ha reducido. Finalmente, la incertidumbre asociada al proceso electoral y al escenario postelectoral sigue presente.

Ante la presión sobre el tipo de cambio real y las tasas reales de interés descrita, considero que la respuesta óptima macroeconómica sería ajustar las posturas tanto fiscal como monetaria. Siendo que, por diversas razones, un ajuste fiscal actualmente es poco probable, la política monetaria será la que en mayor medida hará frente a los choques y riesgos referidos.

A mi parecer, los principales riesgos que actualmente enfrenta la inflación son los siguientes:

Primero, que la depreciación que ha registrado el tipo de cambio se torne permanente y que continúe sujeto, incluso, a mayores presiones a que se deprecie. Ello implicaría riesgos en, por lo menos, dos vertientes: la primera, en que el traspaso a los precios se torne permanente y, la segunda, en que el traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor por “unidad de depreciación” se incremente. De particular preocupación sería que el traspaso de ajustes en el tipo de cambio a los precios de los servicios se torne positivo, siendo que actualmente es cercano a cero.

Segundo, considero que las finanzas públicas muestran diversas fuentes de elevada vulnerabilidad estructural. Dichas debilidades podrían potenciarse en el futuro próximo, siendo que el vencedor de la contienda presidencial, sea quien fuere, tratará de dar cumplimiento a sus promesas de campaña, lo que bien podría implicar fuentes adicionales de presión sobre las finanzas públicas.

Tercero, al irse incrementando las trayectorias de la inflación y de sus expectativas de manera más rápida en los Estados Unidos, se incrementa también la probabilidad de que se presente un choque inflacionario adverso sobre la inflación en ese país, ello ciertamente podría tener repercusiones negativas sobre la estabilidad de los mercados financieros internacionales, podría apretar las condiciones financieras a nivel global y reducir el proceso de búsqueda de rendimientos y, en consecuencia, la demanda por activos de mayor riesgo. Este entorno ya ha afectado de manera importante al grupo de economías emergentes, aunque en algunos casos también han tenido un papel diversos factores domésticos.

Cuarto, las expectativas de inflación de largo plazo continúan situándose alrededor de 3.5%, y muestran un elevado grado de persistencia e histéresis. Considero que ello se ve reflejado en tasas de interés de largo plazo excesivas, lo que conlleva costos importantes para la población.

Quinto, la corrupción, la impunidad y la falta de Estado de derecho representan, a través de diversos canales, un lastre considerable sobre el potencial de inversión y crecimiento en el país. Ello se ha visto reflejado, entre otros, en un estancamiento, e incluso retrocesos de la productividad factorial total en nuestro país ya

por décadas. Un menor crecimiento potencial ciertamente complica el manejo monetario, entre otros, al verse la inflación potencialmente presionada por relativamente menores tasas de expansión de la demanda agregada, así como por los reducidos márgenes de maniobra por parte de los productores para absorber choques de oferta sobre los precios.

Finalmente, más allá de los referidos riesgos, persiste una gran incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN, así como al proceso electoral y al escenario postelectoral.

Con base en el entorno descrito, así como en los principales riesgos que, a mi parecer, enfrenta actualmente la inflación, me gustaría comentar algunos elementos que considero son importantes para la presente decisión de política monetaria:

Primero, actualmente, no se prevé que la inflación general converja a su meta de 3% en el primer trimestre de 2019, como se tenía previsto. Incluso, dicha convergencia posiblemente no se dé sino hasta mediados de 2020, de mantenerse sin modificación la actual postura de política monetaria.

Segundo, el haber añadido diversos elementos que aportan a una mayor transparencia y rendición de cuentas de las decisiones de la Junta de Gobierno del Banco de México, encontrándose entre estos elementos la publicación de pronósticos para la trayectoria de la inflación, esto es, de un objetivo intermedio de la política monetaria, hace necesario y conveniente que el Instituto Central explique y actúe ante el posible incumplimiento de dicho objetivo intermedio, es decir, de la trayectoria de pronósticos prevista por el Instituto Central. En este caso, en mi opinión, ello hace necesario ajustar al alza la tasa de referencia de la política monetaria. Considero que el riesgo reputacional de no hacerlo es elevado.

Tercero, las expectativas de los analistas sobre el comportamiento del tipo de cambio sugieren que, después de la fuerte depreciación que este ha mostrado, se presente una apreciación considerable. Considero que el grado de incertidumbre asociado a lo anterior es elevado.

Cuarto, las previsiones de los analistas sobre la inflación, así como las del propio Instituto Central, no consideran la posibilidad de un importante aumento al salario mínimo, independientemente del candidato que gane la elección presidencial. De no reflejar aumentos en la productividad laboral, ello podría tener consecuencias importantes sobre la formación de precios en la economía.

Quinto, el relajamiento esperado de las condiciones cíclicas de la economía en el primer trimestre del año no se dio. Incluso, dichas condiciones mostraron, en el margen, cierto apretamiento.

Sexto, el mantener una postura monetaria prudente, moderadamente restrictiva, en un entorno como el actual, ha permitido contener la descompresión de la prima por plazo, conduciendo a un aplanamiento de la curva de rendimientos que, en mi opinión, refleja una postura monetaria defensiva y adecuada ante las condiciones imperantes y el complicado entorno que se avisora. Sin embargo, la prima por riesgo inflacionario, que es un elemento fundamental de la prima por plazo, se ha venido, en el margen, incrementando. Ello, en mi opinión, requiere un esfuerzo adicional en política monetaria para contener el crecimiento de dicha prima.

Séptimo, considero que el canal de toma de riesgos de transmisión monetaria ha operado de manera muy intensa y efectiva en los últimos años. Este canal monetario, en nuestro caso, se determina principalmente con base en el diferencial de tasas de interés, sobre todo de corto plazo, entre México y Estados Unidos. Dicho diferencial ha sido importante en contener el diferencial de tasas de interés de largo plazo entre ambos países, al tiempo que ha conducido a mejores condiciones de operación en el mercado cambiario. En este contexto, considero que no es conveniente, por lo pronto, permitir que el diferencial de tasas de corto plazo entre México y Estados Unidos se estreche.

Octavo, más allá de los riesgos macroeconómicos a los que hice referencia, como también comenté, se enfrenta gran incertidumbre con respecto a muy importantes eventos, como lo son la renegociación del Tratado de Libre Comercio y el proceso electoral, así como el escenario postelectoral. La posibilidad de que varios de estos riesgos se materialicen simultáneamente potencia la incertidumbre. Es conveniente mencionar que, por incertidumbre, se debe entender al riesgo no cuantificable. Así, existe la importante distinsión entre riesgo, el cual es cuantificable, y la incertidumbre, la cual no es cuantificable.

En este contexto, si bien se conoce la dirección hacia donde las variables asociadas a dichos eventos podrían cambiar, es difícil analizarlas formalmente para obtener una prescripción de política monetaria como usualmente se hace. En efecto, se considera que la dinámica de ciertas variables es incierta, en el sentido descrito anteriormente. Para ello, existen reglas de Taylor, denominadas robustas, que consideran la existencia de incertidumbre en algunas de las variables de las cuales dependen.

Considerando lo anterior, supóngase una regla de Taylor que depende de tres variables: la brecha del producto, la diferencia del nivel y la meta de inflación, y el tipo de cambio. Adicionalmente, supóngase que el tipo de cambio es incierto. Así, solamente se supone un rango para el tipo de cambio, por ejemplo, de 22 a 27 pesos por dólar. En este caso, se puede mostrar que un banco central que es adverso tanto al riesgo como a la incertidumbre tendría que actuar bajo un escenario pesimista respecto a la variable que considera incierta. Ello es, precisamente, lo que implica que una regla de política monetaria, en este caso, sea robusta. En general, las reglas de Taylor robustas son la prescripción en escenarios de incertidumbre.

El Banco de México ha venido comunicando ya por cierto tiempo que, ante un entorno complejo, y dado los niveles que recientemente alcanzó la inflación, considera conveniente actuar de forma muy prudente. Considero que esta guía de política monetaria tendría actualmente la repercusión de ajustar al alza la tasa de referencia de política monetaria.

En suma, el actual entorno externo, la posición de la economía en el ciclo de negocios, el probable incumplimiento del objetivo intermedio, así como los riesgos y la gran incertidumbre actualmente presentes, en mi opinión, justifican un ajuste al alza de 25 puntos base en la tasa de referencia de la política monetaria, así como una adecuación en nuestra guía futura de política monetaria en el sentido de que son probables ajustes adicionales al alza de dicha tasa de referencia en las siguientes fechas de decisión.

LIC. ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

De acuerdo a la información disponible más reciente y gracias a que en algunas de las economías más avanzadas se disiparon los efectos temporales que afectaron su dinamismo al inicio del año, la economía mundial aumentó su ritmo de expansión durante el segundo trimestre de 2018. Sin embargo, mientras que en los Estados Unidos de América se espera un repunte para el segundo trimestre, en el resto de las economías avanzadas hay incertidumbre creciente y se han acentuado los riesgos a la baja para el mediano plazo debido, entre otros factores, a un posible apretamiento repentino en las condiciones financieras derivado de las sorpresas inflacionarias; el escalonamiento de riesgos geopolíticos en diversas regiones del planeta, así como, muy marcadamente, por un posible aumento de las medidas proteccionistas, extremo que podría afectar significativamente la expansión tanto del comercio, como de la inversión.

En la zona del euro, la información más reciente apunta hacia un repunte débil del crecimiento en el segundo trimestre, en un entorno en el que se recrudecen las tensiones políticas en Italia y en España, y aumentan los temores respecto a posibles medidas proteccionistas adicionales a las ya aplicadas.

En los Estados Unidos, como ya señalé, los indicadores oportunos apuntan hacia un repunte del crecimiento del Producto Interno Bruto durante el segundo trimestre del año, impulsado por la recuperación del consumo privado, congruente con los elevados niveles de confianza de los consumidores y el aumento sostenido de su ingreso disponible. En ese entorno y tal como se anticipaba, el Banco de la Reserva Federal en su última decisión incrementó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, reiterando en su

comunicado tanto sus previsiones en el sentido de que aumentará gradualmente dicha tasa, como su expectativa de que la inflación se ubicará en el mediano plazo alrededor de su objetivo simétrico de 2%.

En cuanto a nuestro país, en el primer trimestre de 2018, la actividad económica mostró signos de reactivación, registrando incluso una tasa de crecimiento mayor a la observada en el último trimestre de 2017. Sin embargo, los indicadores oportunos más recientes correspondientes al segundo trimestre de este año, sugieren cierta desaceleración de la actividad.

Ilustra la afirmación anterior el hecho de que si bien en el primer trimestre de 2018 las exportaciones continuaron exhibiendo un elevado dinamismo, para el mes de abril las mismas resintieron una contracción, al tiempo que el consumo privado siguió expandiéndose.

En el mismo sentido, se observó que el crecimiento económico en el primer trimestre de 2018 fue reflejo del dinamismo de los servicios y de la recuperación de la actividad industrial. Sin embargo, las cifras correspondientes al mes de abril de 2018, indican que la producción industrial vuelve a mostrar debilidad, como reflejo de cierta atonía de las manufacturas y de un incipiente cambio de tendencia desfavorable en la construcción, luego de que en los meses previos la inversión había registrado una reactivación impulsada, principalmente, por el repunte observado en la construcción.

Es quizás por ello que, en el primer trimestre de 2018, diversos indicadores sugieren que las condiciones de holgura de la economía mostraron cierto estrechamiento.

Por lo que hace a la inflación, se observa que en el mes de mayo de este año, la inflación general anual continúo disminuyendo, al ubicarse en 4.51% después de que en abril se había ubicado en 4.55%.

Por su parte, la inflación subyacente anual bajó del 3.71% observado en abril al 3.69% registrado en mayo, en respuesta a las acciones de política monetaria del Banco de México y al desvanecimiento de los choques que le afectaron el año pasado. Así, se advierte una disminución en la tasa de variación anual de los precios de las mercancías, lo cual contrastó con el aumento en la tasa de variación anual de los precios de los servicios.

En lo que respecta a la inflación no subyacente anual, esta también disminuyó al pasar de 7.07% observado en abril al 6.99% registrado en mayo, gracias a las bajas que se presentaron en los precios de los productos agropecuarios, las cuales fueron en parte contrarrestadas por incrementos en los precios de las gasolinas y del gas LP.

Destaca también que las expectativas de inflación provenientes de las encuestas del Banco de México mostraron movimientos limitados. Efectivamente, las medianas de las expectativas de inflación para el cierre de los años 2018 y 2019 permanecieron prácticamente sin cambios en 4% y 3.6% respectivamente, entre las encuestas de abril y mayo. Igualmente, los componentes subyacentes de dichas expectativas se mantuvieron en el mismo nivel entre dichas encuestas en 3.54% y 3.36%. Por su parte, aquella a 12 meses disminuyó de 4.01% a 3.9%, al tiempo que las correspondientes a mediano y largo plazos siguieron en 3.5%. También se observó que las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercados permanecieron prácticamente sin cambios.

Desafortunadamente, desde la última decisión de política monetaria a la fecha, el peso mexicano nuevamente presentó volatilidad y una tendencia a la devaluación. Efectivamente, en este período el peso se depreció 4.5%, afectado por diversos factores, entre los que destacan:

Primero, una postura negativa y generalizada hacia activos de países emergentes.

Segundo, un sentimiento de mayor aversión al riesgo a nivel global, derivado de problemas en materia comercial, caso de los aranceles impuestos por los Estados Unidos al acero y al aluminio importados desde la Unión Europea, de Canadá y de México.

Tercero, la falta de acuerdos con relación al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Cuarto, por último, pero no por ello menos importante, la incertidumbre política asociada al proceso electoral en México.

En efecto, el peso llegó a un máximo de 20.96 pesos por dólar en un ambiente en el que las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron deterioros adicionales. Asimismo, la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio mostró incrementos generalizados en todos los vencimientos y continúa en niveles elevados en comparación con los observados en el caso de otras monedas emergentes, particularmente en los plazos cercanos al 1° de julio próximo, fecha en la cual se celebrarán las elecciones en México. Adicionalmente, se observó una reducción en las posiciones cambiarias en derivados a favor del peso mexicano, principalmente entre las que sostienen los inversionistas extranjeros que optan por un horizonte de inversión de corto plazo.

Los pronósticos de crecimiento del Producto Interno Bruto de México para 2018 y 2019 se mantienen sin cambio respecto al Copom anterior en 2.7% y 2.6% respectivamente. Destaca que, si bien la economía mostró un dinamismo mayor al anticipado en el primer trimestre del año, como ya lo apunté, hacia adelante se esperan ciertos efectos negativos sobre la actividad económica en el país como resultado de las medidas arancelarias impuestas por los Estados Unidos, así como por una menor plataforma de producción de petróleo el resto del año respecto a la programada.

En este contexto, considero que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, afectando este por importantes riesgos, como son:

Primero, que se agudicen los episodios de volatilidad en los mercados financieros nacionales, especialmente en el mercado cambiario.

Segundo, que se presenten episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados, entre otros factores, de sorpresas inflacionarias en los Estados Unidos que resulten en aumentos en las tasas de interés en ese país mayores a los esperados, o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.

Tercero, que la incertidumbre asociada a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y al proceso electoral ocasione que diversas empresas pospongan sus planes de inversión en México o que los consumidores mexicanos decidan reducir su gasto de manera precautoria.

Cuarto, que las acciones de política de comercio exterior de los Estados Unidos den lugar a un escalamiento de medidas proteccionistas a nivel mundial que afecten adversamente el crecimiento de México.

Y quinto, que la situación sociopolítica adversa que enfrenta el país continúe deteriorándose. Especialmente lo relativo al proceso electoral, al ambiente de incertidumbre ligado a este, la delincuencia organizada y la violencia en general. Estos dos últimos fenómenos, que retan directamente al monopolio de la fuerza del Estado y que a últimas fechas se han recrudecido incluso en la Ciudad de México, lo que podría suponer que ya no se trata de un fenómeno geográficamente aislado. Todo ello ocurriendo, como ya lo señalé en la sesión inmediata anterior, en un ambiente de debilidad institucional.

Por lo que hace a los pronósticos del Banco de México para la inflación subyacente anual, destaca que se modifican al alza para los próximos 12 meses en relación a los considerados en nuestra pasada reunión,

debido principalmente a los efectos esperados de las medidas comerciales impuestas en algunos productos e insumos que se importan de los Estados Unidos y, en menor medida, a una trayectoria anticipada más depreciada del tipo de cambio.

De esta manera, se prevé que el ritmo de convergencia hacia el objetivo de 3% sea menor a lo previsto en nuestra reunión anterior a lo largo de los próximos cuatro trimestres. Pero una vez que los efectos señalados se disipen, a partir del segundo semestre de 2019, la trayectoria esperada para la inflación subyacente podría ser similar a la que se presentó en la reunión pasada.

Las previsiones para la inflación no subyacente anual también se ajustan al alza, en comparación a las consideradas en la reunión anterior, debido a tres factores: el impacto de las medias comerciales referidas sobre los precios de algunos productos agropecuarios; un aumento en las trayectorias esperadas de los precios internacionales de las gasolinas y del gas LP, y una trayectoria más elevada del tipo de cambio.

Los ajustes en las trayectorias previstas para la inflación subyacente y no subyacente conllevan a un aumento para los pronósticos de la inflación general anual, de manera que ahora se prevé que la convergencia hacia el objetivo de inflación del 3%, como ya lo señalé, se alcanzaría hasta el tercer trimestre de 2019.

Adicionalmente debe señalarse que las previsiones que he comentado se encuentran expuestas a riesgos al alza importantes, entre los que destaco:

Primero, que la cotización de la moneda nacional continúe presionada en respuesta tanto al entorno de mayor tasa de interés externa y la fortaleza del dólar, como a la incertidumbre asociada a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y al proceso electoral del próximo 1° de julio, al irse dando a conocer los resultados oficiales de dichas elecciones, los discursos de los candidatos que resulten electos y las reacciones al conocimiento de tales resultados.

Segundo, que se presenten choques en los precios de los bienes agropecuarios y presiones al alza en los precios de algunos energéticos.

Tercero, que tomando en cuenta las condiciones cíclicas de la economía, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra presionen a la inflación.

Cuarto, que se modifique la política gubernamental relativa a los precios de la gasolina que pudieran llevar a una mayor volatilidad y a una estacionalidad distinta de la inflación.

Y quinto, que las acciones de política de comercio exterior de los Estados Unidos den lugar a un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias que afecten adversamente el comportamiento de la inflación.

En estas condiciones y teniendo en cuenta que en mi opinión algunos riesgos para la inflación han comenzado a materializarse y que se ha deteriorado el balance de riesgos para la inflación, situación que podría afectar negativamente el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3%, mi intención de voto, a reserva de escuchar los posicionamientos de mis compañeros, es en el sentido de aumentar en un cuarto o en 25 puntos base la tasa de interés de referencia.

LIC. ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Durante el presente año, si bien la actividad económica global se ha mantenido en expansión, la información más reciente muestra que se han ampliado las divergencias entre las economías avanzadas.

Por un lado, en Estados Unidos se ha fortalecido la actividad económica y se ha continuado reduciendo la holgura en dicha economía. Al respecto, se prevé que mantendrá una sólida expansión durante el resto del presente año y durante 2019, si bien con un entorno más incierto, especialmente en horizontes de mediano y largo plazo.

En la zona euro, en el segundo trimestre del año se ha presentado un menor ritmo de crecimiento y persiste la incertidumbre sobre la solidez de la recuperación económica. Incluso, ante los señalamientos del Banco Central Europeo, los mercados incorporaron un retraso en los eventuales incrementos de tasas de interés en la eurozona, que se anticipan para el otoño del 2019.

Por otro lado, el crecimiento esperado en Japón para el presente año fue revisado ligeramente a la baja.

En cuanto a las perspectivas para la actividad económica global, cabe destacar que si bien el escenario central mantiene un crecimiento sólido para este y el próximo año, se han incrementado los factores de incertidumbre sobre su desempeño. Además, si bien hace unos meses esto era más claro para horizontes de mediano y largo plazo, algunos factores de riesgo han comenzado a cobrar relevancia en plazos menores. Al respecto, se ha incrementado la probabilidad de enfrentar escenarios adversos de consideración.

En particular, destacan: la intensificación de políticas comerciales proteccionistas, en particular, en las últimas semanas Estados Unidos ha comenzado a adoptar diversas acciones proteccionistas que han propiciado la adopción de represalias comerciales y su posible escalamiento podría dar lugar a afectaciones considerables al comercio mundial; la posición cíclica de la economía estadounidense, en combinación con la adopción de una política fiscal expansiva ha dado lugar a mayor incertidumbre inflacionaria y un aumento en las tasas de interés, considerando el papel del dólar en los mercados financieros internacionales, esto ha propiciado una recomposición de flujos, y la materialización de algún evento de índole geopolítica.

En cuanto a la actividad económica en Estados Unidos, se siguen combinando elementos que hacen sus perspectivas más inciertas y han tornado a los mercados financieros más volátiles.

Por un lado, la economía estadounidense ha transitado por un ciclo atípico en el que ha registrado una recuperación gradual y extendida. En particular, la brecha del producto se ha cerrado y la tasa de desempleo ha alcanzado niveles históricamente bajos. Así, cuando la economía estadounidense cuenta con niveles de pleno empleo, la adopción de una importante postura fiscal expansiva, tanto por los importantes recortes tributarios como por el aumento en el presupuesto, propiciará una expansión de la demanda agregada que podría dar lugar a mayores presiones inflacionarias.

Bajo este entorno, ya han comenzado a presentarse aumentos en la inflación y sus expectativas, así como en la incertidumbre inflacionaria. De hecho, los mercados financieros muestran un balance de riesgos para la inflación con cierto sesgo al alza. Lo anterior, ha dado lugar a un importante incremento en las tasas de interés en Estados Unidos, especialmente en los plazos más cortos.

En un entorno en el que la economía estadounidense se fortalece en mayor medida que las demás economías avanzadas, y su posición cíclica y perspectivas de inflación propician mayores tasas de interés, el dólar se ha fortalecido y se han presentado ajustes y mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En adición a lo anterior, se han presentado episodios en los que el dólar y los activos de renta fija en Estados Unidos se han fortalecido en respuesta a eventos y factores que han propiciado una mayor aversión al riesgo y búsqueda de destinos seguros en los mercados financieros.

Ello, como resultado tanto de algunos acontecimientos políticos en ciertas economías, como de la incertidumbre sobre el futuro de las condiciones del comercio mundial.

En cuanto a la tendencia que han mostrado las tasas de interés en Estados Unidos, las tasas de interés de los Bonos del Tesoro a dos años han alcanzado niveles superiores a 2.5% y registraron un aumento de más de 120 puntos base desde septiembre, y las de 10 y 30 años se ubican alrededor de 2.9% y 3% y presentaron alzas de más de 80 y 35 puntos base, respectivamente, en igual periodo.

La Reserva Federal, en su decisión del 13 de junio, aumentó su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales de 1.75% a 2%. Además, revisó sus proyecciones, aumentando las de crecimiento para 2018, reduciendo las de desempleo para 2018, 2019 y 2020, incrementando las de inflación para 2018 y 2019 y aumentando la mediana de la previsión de tasa de fondos federales para el cierre de este año y el siguiente.

Esto último, dio lugar a que los incrementos previstos para la tasa de fondos federales para el resto de este año pasaran de uno a dos incrementos, así como un aumento en la tasa para el cierre de 2019, que ya es superior a su propia estimación de la tasa de largo plazo.

En los últimos meses, este entorno de mayores tasas de interés externas, fortaleza generalizada del dólar y mayor incertidumbre comercial, ha dado lugar a una importante reducción en el apetito por riesgo en los mercados financieros e inclusive se han registrado salidas de capital en instrumentos de algunas economías emergentes.

Bajo un contexto de menor búsqueda por rendimientos, se enfrentarán condiciones de financiamiento más restrictivas. En particular, el ajuste en los mercados emergentes ha sido considerable en la cotización de las monedas de dichas economías, en sus instrumentos de renta fija, en los de renta variable, e incluso en los indicadores de riesgo país.

Así, en los últimos meses, la cotización del peso y otros indicadores del mercado se han visto afectados tanto por el complejo entorno externo antes descrito, como por elementos ligados a nuestro país, en particular, el estancamiento en las negociaciones del Tratado de Libre Comercio para América del Norte y la incertidumbre asociada al proceso electoral.

Cabe señalar que, hacia adelante, persiste la incertidumbre en cuanto a las condiciones en los mercados financieros internacionales y la relacionada con factores ligados a nuestro país, lo que podría afectar a los mercados financieros nacionales y en particular a la cotización del peso.

Considerando este entorno adverso e incierto, es muy importante contar con una postura fiscal y monetaria que contribuyan a propiciar un ajuste ordenado en la economía y en los mercados financieros, así como continuar con las acciones para consolidar la resiliencia del sistema financiero mexicano.

Estos elementos son necesarios para reducir la probabilidad de hacer frente a posibles recomposiciones abruptas en los portafolios de inversión e inclusive salidas de capital.

En cuanto a la actividad económica en México, si bien en el primer trimestre del año se reactivó el crecimiento, la información disponible del segundo trimestre apunta a cierto debilitamiento.

Por el lado de la producción, destaca el crecimiento de los servicios y cierto debilitamiento de la actividad industrial en abril, derivado de una desaceleración en la producción manufacturera y en la construcción.

Por el lado de la demanda agregada, cabe destacar que en los últimos años la economía ha estado sujeta a una menor disponibilidad de recursos externos y marcada incertidumbre que ha propiciado una importante depreciación del tipo de cambio real. Así, la demanda agregada se ha venido ajustando a este importante cambio de precios relativos y un entorno de tasas de interés reales más elevadas.

Ello ha propiciado que, en el proceso de ajuste, se presenten las siguientes tendencias: la primera, es un dinamismo en las exportaciones; la segunda, es cierta moderación en el consumo, y la tercera es una tendencia de debilidad en la inversión.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura, muestran que estas se han mantenido estrechas, especialmente en el mercado laboral. Al respecto, han comenzado a incrementarse algunos indicadores salariales, que deberán ser monitoreados a fin de identificar cabalmente su papel en la formación de precios.

Si bien el escenario central para el crecimiento en este y el siguiente año no prevé cambios de consideración, la economía mexicana enfrenta importantes factores de riesgo, en particular: un apretamiento adicional en las condiciones monetarias y financieras en los mercados financieros internacionales; la adopción de políticas comerciales proteccionistas adicionales y posibles afectaciones por la materialización de riesgos geopolíticos; la incertidumbre sobre la renegociación del Tratado de Libre Comercio para América del Norte y el futuro de la relación bilateral con Estados Unidos, y la incertidumbre interna asociada al proceso electoral y postelectoral, así como las señales de política económica de la siguiente administración.

En cuanto a otros riesgos para el crecimiento, conforme a las encuestas que recaba el Banco de México, destaca el aumento que han tenido los problemas relacionados con gobernanza, que incluyen incertidumbre política, inseguridad pública, corrupción, impunidad y falta de Estado de derecho, entre los factores más importantes que podrían obstaculizar el crecimiento económico.

Considerando el complejo entorno descrito, tanto externo como interno, así como la información disponible más reciente que ha comenzado a mostrar cierta desaceleración, considero que el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja.

En cuanto a la inflación, en los primeros cinco meses del año, ha mostrado una trayectoria a la baja, la general alcanzó 4.51% en mayo; mientras que la subyacente registró 3.69% en el mismo mes. Por su parte, la no subyacente registró, en mayo, 6.99%, con presiones provenientes de los energéticos.

En cuanto a las expectativas de inflación para el cierre de 2018, estas se mantuvieron alrededor de 4%, mientras que las de mayor plazo se mantuvieron también relativamente estables, pero en un nivel de 3.5%, nivel superior a la meta.

En relación a las previsiones de inflación, el pronóstico central incluido en el último Informe Trimestral, se realizó considerando: un comportamiento ordenado del tipo de cambio; una reducción importante de la inflación no subyacente, en la medida en la que no se repitieran los choques que la afectaron el año pasado, y la ausencia de presiones cíclicas en la inflación.

Al respecto, cabe señalar lo siguiente:

En primer lugar, la información más reciente de la inflación general y la subyacente ha sido congruente con la previsión dada a conocer en el último Informe Trimestral.

Segundo, no obstante algunos de los riesgos al alza para la inflación señalados en el referido Informe Trimestral han comenzado a materializarse. En particular, ante el entorno externo más adverso y la incertidumbre relacionada a nuestro país, el tipo de cambio se ha depreciado de manera considerable. Además, la inflación no subyacente se ha mantenido presionada, especialmente por los precios de las gasolinas y del gas LP asociados a los aumentos en sus referencias internacionales.

Tercero, en caso de que persistan dichas presiones, ello podría retrasar la trayectoria de convergencia de la inflación a su meta de 3%.

Adicionalmente, considerando la posición cíclica en la que se encuentra la economía y la ausencia de holgura que ésta tiene, es importante que la postura monetaria siga contribuyendo a que la formación de precios en la economía y las expectativas de inflación converjan a la meta de 3%.

En este proceso, es de destacarse la importancia que tiene la postura de política monetaria para que el ajuste en los mercados financieros nacionales, incluyendo el cambiario, se dé con orden ante un entorno que se ha tornado más adverso y en el que persisten factores de riesgo e incertidumbre considerable.

En particular, la cotización del peso podría seguir sujeta a presiones, como resultado de un entorno externo de mayores tasas de interés y de fortalecimiento del dólar, y en respuesta al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio para América del Norte y la incertidumbre asociada al proceso electoral y postelectoral antes señalado.

Al respecto, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera de un ajuste del tipo de cambio real, es importante evitar que se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, y posibles efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía.

Con base en lo anterior, si bien la inflación se ha reducido en los últimos meses, en general acorde a lo anticipado, algunos de los riesgos para la inflación que se habían delineado han comenzado a materializarse, lo que podría retrasar el proceso de convergencia hacia la meta.

Además, persisten importantes factores de riesgo e incertidumbre. Por ello, se considera que el balance para la inflación se ha deteriorado y mantiene un sesgo al alza.

Con base en estas consideraciones, y a fin de mantener una postura de política monetaria que refuerce la tendencia descendente de la inflación general anual a su meta, mi voto es a favor de aumentar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7.75%, al igual que mis compañeros de la Junta.

Dado que aún enfrentamos un entorno incierto, con diversos factores de riesgo, externos e internos, la economía podría enfrentar presiones inflacionarias adicionales.

En caso de presentarse dichas presiones, estas deberán ser monitoreadas y evaluadas, considerando sus efectos en la trayectoria de desinflación esperada, en el horizonte en el que opera la política monetaria. Ello, a fin de tener una postura monetaria prudente y firme que promueva la convergencia de la inflación hacia su meta.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 21 de junio de 2021

www.banxico.org.mx