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 19 de diciembre de 2019

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 19 DE DICIEMBRE DE 2019

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

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 18 de diciembre de 2019.

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.

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La economía mundial continuó mostrando debilidad en el cuarto trimestre de 2019. A ello contribuyó la incertidumbre prevaleciente en el ambiente de negocios global, la cual ha repercutido negativamente en el comercio internacional, la producción industrial y la inversión. En contraste, los mercados laborales de las economías avanzadas han continuado mostrando fortaleza, al tiempo que el consumo privado y los servicios han crecido. Durante las últimas semanas, algunos indicadores oportunos del desempeño de la economía global han comenzado a delinear un posible cambio de tendencia. En cuanto a los pronósticos de crecimiento, se espera que la gran mayoría de las economías registren una ligera mejoría el próximo año.

En este contexto de debilidad económica generalizada, la inflación en las principales economías avanzadas ha permanecido baja y los bancos centrales han tomado posturas acomodaticias. En la última decisión de la Reserva Federal, el Presidente anunció que antes de aumentar la tasa de fondos federales le gustaría ver un aumento significativo y persistente de la inflación. Ante ello, los analistas ya no esperan cambios a la tasa durante todo 2020, mientras que el mercado anticipa incluso un recorte adicional para el próximo año. Por su parte, los bancos centrales de Europa, Australia, Canadá y Nueva Zelanda decidieron mantener sus posturas acomodaticias y, en algunos casos, reforzaron su guía de política. En lo que respecta a las economías emergentes, varios bancos centrales continuaron relajando sus posturas monetarias. Brasil redujo recientemente su tasa en 50 puntos base, para sumar un total de 200 puntos base en el año, mientras que Rusia y Turquía también continuaron ajustando sus tasas a la baja. En resumen, todo indica que las posturas monetarias acomodaticias prevalecerán en el mundo al menos durante todo 2020.

En las últimas semanas se registró un avance importante en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, lo que ha favorecido al ambiente de negocios y a los mercados financieros internacionales. A ello también ha contribuido el resultado electoral en el Reino Unido, el cual permitirá una separación ordenada de la Unión Europea. Asimismo, el acuerdo adicional logrado por los gobiernos de México, Estados Unidos y Canadá, con el fin de ratificar el T-MEC en el congreso estadounidense, también ha contribuido a mejorar dicho ambiente. En general, varios acontecimientos se alinearon para otorgar una mayor certidumbre sobre el futuro económico mundial y propiciaron una reacción positiva en los mercados financieros globales. Por ejemplo, algunos índices accionarios han venido registrando máximos históricos en las últimas semanas y las tasas de interés de bonos gubernamentales norteamericanos tuvieron ligeras

reducciones. Por todo lo anterior, considero que el balance de riesgos para el crecimiento mundial y los mercados financieros ha mejorado desde la última decisión de política monetaria.

Desde una perspectiva de mediano plazo, los mercados financieros globales también han registrado una notable mejoría en el año. Por ejemplo, la tasa de interés a 10 años de los bonos del tesoro norteamericano disminuyó en más de 100 puntos base desde noviembre de 2018. En el mismo sentido, los índices accionarios en países avanzados han registrado ganancias generalizadas, los flujos de fondos a economías emergentes han continuado acumulándose en el año y las primas de riesgo de la mayoría de los países, medidas por los *CDS*, han disminuido.

El buen desempeño de los mercados financieros ha sido el resultado tanto de las posturas más acomodaticias de los principales bancos centrales como de la mitigación de varios riesgos para la economía global. Si bien ha habido algunos episodios de volatilidad en el sentido contrario, estos han sido temporales y ha habido muchos más avances que retrocesos. Por todo ello, desde una perspectiva de mediano plazo también han mejorado los balances de riesgos para el crecimiento y los mercados internacionales.

Por su parte, la economía mexicana continuó presentando síntomas de estancamiento en el último trimestre. Por el lado de la demanda agregada, la inversión continuó mostrando una tendencia negativa, mientras que el consumo privado presentó un dato positivo en octubre, después de varios meses con estancamiento. Por su parte, las exportaciones continuaron con una tendencia positiva. El dato de producción industrial de octubre reafirmó la tendencia negativa que este indicador viene mostrando. Dentro de este sector, si bien las manufacturas tuvieron una caída importante en octubre, se espera que dicho ajuste sea transitorio. Por su parte, la construcción intensificó la caída registrada durante el año. En contraste, la minería parece finalmente haber empezado a estabilizarse después de varios años con tendencia negativa. En cuanto al mercado laboral, se ha observado una disminución en la tasa de crecimiento del empleo formal y un ligero incremento en la tasa de desempleo, en línea con lo que se esperaría de una economía en desaceleración.

El estancamiento de la economía nacional obedece a diversos factores. El primero es el contexto externo que no ha sido favorable. La producción manufacturera en Estados Unidos, la cual se relaciona fuertemente con la actividad económica en México, ha registrado una contracción a lo largo del último año. Un segundo factor está asociado al cambio de gobierno. Como es sabido, cada inicio de sexenio se registra una desaceleración asociada a un lento ejercicio del gasto, lo que contribuye a un menor crecimiento al inicio de una nueva administración. Por último, pero no necesariamente menos importante, la política monetaria restrictiva ha afectado paulatinamente al consumo y la inversión. Esto último se vuelve particularmente importante en un entorno en el que el rendimiento real de los bonos gubernamentales está incluso por encima de la tasa esperada de retorno real a muchos proyectos de inversión productiva.

El balance de riesgos para el crecimiento se ha ido deteriorando a lo largo del año y las condiciones de holgura se han ampliado de manera preocupante. La actual brecha negativa del producto es, por mucho, la mayor desde la crisis global de 2009. A pesar de ello, se prevé una cierta reactivación del crecimiento de la economía nacional para 2020. En principio, se espera que la economía mundial mejore ligeramente. Además, los fundamentos del consumo privado, como las remesas, la masa salarial real y la confianza del consumidor, permanecen fuertes. También se espera que una postura monetaria menos restrictiva contribuya a reactivar paulatinamente la inversión y el consumo. Adicionalmente, los factores que típicamente provocan una desaceleración al inicio de cada sexenio ya no estarán presentes y el objetivo de la política fiscal será un menor superávit, lo que permitirá un mayor gasto público. Finalmente, los programas nacionales de infraestructura y de vivienda comenzarán a operar el próximo año. Este escenario, desde luego, está sujeto a riesgos, entre los que destaca la posibilidad de que la política monetaria permanezca restrictiva por un periodo prolongado. Por el lado positivo, cabe señalar que la incertidumbre sobre la aprobación del T-MEC se ha reducido recientemente, lo que podría aumentar la inversión, sobre todo de origen extranjero.

En cuanto a la inflación general, esta registró en noviembre un nivel inferior al objetivo del Banco de México, 2.97 %. La inflación no subyacente continuó situándose en niveles bajos, mientras que la subyacente continuó con una tendencia decreciente. Si bien es cierto que la inflación no subyacente se encuentra en niveles históricamente bajos y que en el pasado ha mostrado mucha volatilidad, no es correcto asumir que dicho indicador volverá a mostrar los niveles y la volatilidad que anteriormente tenía. La razón es que la nueva política de precios de los energéticos disminuye, por diseño, la volatilidad de este componente. En ese sentido, es impreciso suponer un rebote mecánico de este componente. En el fondo, la incomprensión de este fenómeno es lo que ha dado lugar a sobreestimaciones recurrentes de la tasa de inflación general a lo largo de 2019. Esta incomprensión ha afectado no sólo a las estimaciones del propio instituto central, sino también a las de los analistas económicos. Baste recordar que todavía en mayo de este año este instituto central ajustó sus estimaciones de inflación para el cuarto trimestre de 2019 a la alza, de 3.4 a 3.7 %, mientras que los analistas todavía tenían a principios de agosto una estimación de inflación de cierre de año de 3.66 %. Estas estimaciones contrastan notablemente con la inflación observada, la cual terminará el año en un nivel inferior a 2.8 %, siendo la segunda tasa de inflación anual más baja en lo que va del siglo.

Con respecto a la inflación subyacente, cabe señalar que varios de sus determinantes han tenido un comportamiento favorable en el año: el tipo de cambio ha mostrado una apreciación importante, la inflación de energéticos y agropecuarios se ha mantenido en niveles bajos y la brecha del producto se mantiene en zona negativa. Estos determinantes impactan a la inflación subyacente con un rezago, por lo que se anticipa que su tendencia continuará a la baja en los próximos meses.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, se prevé que la inflación general continúe en niveles cercanos al objetivo en el próximo año. Es posible prever que al cierre de 2019 la inflación general se ubicará por debajo de 2.8 %. Por su parte, la inflación subyacente cerrará el año en niveles cercanos a 3.5 %, confirmando su tendencia descendente. Considero que los riesgos para la inflación han disminuido sustancialmente durante el año. No sólo el entorno externo es mucho más benigno, sino que los factores internos que más incertidumbre generaban han venido resolviéndose favorablemente.

Con respecto al tema salarial, cabe recordar que no es claro que el aumento del salario mínimo afecte de manera significativa a la inflación. La evidencia de este año del aumento en la zona fronteriza así lo revela. Baste señalar que la inflación de toda la zona norte en lo que va de 2019 es la menor de todo el país, 2.24 % a noviembre, y que la inflación de la zona fronteriza es incluso menor. Todo ello, a pesar de que en la zona fronteriza el salario mínimo se duplicó en términos nominales en 2019. Algo similar se puede decir de lo ocurrido en el resto del país, en donde a pesar de un aumento de más de 16 % al salario mínimo la inflación observada en 2019 se encontrará significativamente por debajo del objetivo del banco central.

¿Cómo es posible que un aumento salarial no sea inflacionario? En primer lugar, porque afecta a un segmento relativamente pequeño de los trabajadores y de la masa salarial. En segundo, porque es probable que los mercados laborales domésticos operen con distorsiones que han generado una brecha entre el salario y la productividad laboral, de tal manera que dichos aumentos pueden absorberse mediante ajustes en los márgenes de ganancia y no necesariamente a través de incrementos de precios para los consumidores. En última instancia, es importante señalar que el aumento salarial representa un choque negativo de oferta cuyo posible impacto en los precios es en todo caso transitorio y, ante lo cual la respuesta óptima no es apretar las condiciones monetarias, ya que eso no haría sino exacerbar el componente negativo del mencionado choque.

Con respecto a los mercados financieros locales, es importante resaltar la mejora sustancial que ha habido en una perspectiva de mediano plazo. A lo largo del año, las tasas de interés de plazos mayores a 3 años disminuyeron en alrededor de 200 puntos base, el peso se ha apreciado en alrededor de 4 % y el *CDS* de México disminuyó en 75 puntos base.

La mejora en el balance de riesgos para los mercados financieros ha resultado tanto del mejoramiento del entorno externo como de la resolución favorable de elementos de incertidumbre internos. Por ejemplo, a

inicios de año se temía que el gobierno federal no cumpliera con la disciplina fiscal, que el T-MEC no fuera ratificado o que ocurriera una reducción en la calificación de Pemex. A la fecha, los resultados muestran que la disciplina fiscal se mantuvo, se logró un acuerdo preliminar con el congreso estadunidense, el cual muy probablemente será aprobado a principios de 2020, y la calificación de Pemex se ha mantenido. Con respecto a esto último, cabe señalar que como resultado del apoyo del gobierno federal y de las operaciones de refinanciamiento y recompra de deuda, así como del incremento en la producción petrolera, la prima por riesgo de incumplimiento de Pemex ha disminuido sustancialmente en el año.

Con respecto a la postura monetaria, considero que esta continúa siendo sumamente restrictiva para el contexto económico actual y que su mantenimiento puede poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera. Vale la pena revisar los canales a través de los cuales ello podría ocurrir. Una tasa de interés demasiado elevada afecta al crecimiento económico ya que, por un lado, incentiva el ahorro al incrementar el rendimiento de los bonos y, por el otro, eleva el costo de pedir un crédito. Ambos canales deprimen el consumo y la inversión y, por tanto, el crecimiento. Una tasa de interés elevada afecta las finanzas públicas directamente al incrementar el costo financiero de la deuda pública e indirectamente a través de su efecto negativo sobre el crecimiento y la recaudación. Asimismo, la política monetaria restrictiva afecta a los mercados financieros toda vez que el deterioro de las finanzas públicas y el menor crecimiento ocasionados por las elevadas tasas de interés tienden a incrementar la morosidad y a hacer menos atractiva la deuda del gobierno, lo que induce mayores primas de riesgo. Por ello, una tasa de interés demasiado elevada, que en principio buscaría protegernos de algunos riesgos, pudiera terminar siendo, paradójicamente, un factor adicional de desestabilización.

A la luz del desempeño favorable de la inflación y sus perspectivas, del prolongado estancamiento económico y de que altas tasas de interés influyen negativamente en las perspectivas de crecimiento, las finanzas públicas y en la posible existencia de desequilibrios financieros, considero que no es prudente seguir manteniendo una política monetaria demasiado restrictiva. Por lo tanto, mi postura es a favor de reducir en 50 puntos base la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

Considero que la coyuntura actual es posiblemente la última oportunidad que se tenga para hacer un ajuste más decidido en la política monetaria. En mi opinión, reducir la tasa de interés en sólo 25 puntos base es insuficiente para reconocer los enormes avances que se han logrado en materia macroeconómica y de mitigación de riesgos en los últimos meses. Un ajuste de sólo 25 puntos base significaría simplemente ir detrás de la curva ya anticipada por el mercado. En reiteradas ocasiones se ha dicho que las decisiones de política monetaria se tomarán en función de las cifras observadas. Considero que un tipo de cambio inferior a 19 pesos por dólar, una inflación inferior al objetivo y un crecimiento nulo, justificarían plenamente una acción más decidida por parte de este instituto central. En un contexto en el que la política fiscal ha sido en extremo prudente, considero que la política monetaria, en la medida de lo posible y sin que ello signifique poner en riesgo su mandato principal, debería contribuir a lograr un mejor desempeño de la economía en su conjunto. No hacerlo así sería poco prudente e injustificado.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Dada la coyuntura actual que enfrenta la conducción de la política monetaria, mi voto es una reducción de 25 puntos base en el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarlo en 7.25 %.

La inflación se ubica ligeramente por debajo del objetivo y su trayectoria es consistente con las proyecciones al respecto. La actividad económica se encuentra estancada y con una holgura creciente. Los riesgos internos y externos se han mitigado, pero están latentes; en particular, el balance de riesgos de la inflación es incierto en el largo plazo, aun cuando en el corto plazo es equilibrado. Todo esto favorece una posición monetaria menos restrictiva. Sin embargo, la posibilidad de una inflación por encima de la trayectoria anticipada deterioraría la credibilidad del Banco de México, lo cual hace necesario un ajuste gradual de la tasa de referencia dentro del tramo restrictivo.

La inflación general enfrenta un choque positivo de carácter transitorio que la hace estar por debajo de la meta. En efecto**,** la inflación general apunta a un cierre de año en 2.7 %. Esto se debe a un choque favorable de los precios de la energía y agropecuarios, manteniendo al componente no subyacente en su nivel más bajo en los últimos años. En contraste, el componente subyacente muestra una lenta convergencia a la meta debido a los altos precios de servicios. Asimismo, se anticipa un repunte estacional en la inflación de carácter transitorio en los próximos meses.

Prevalece la incertidumbre en el balance de riesgos. Al alza se destaca que el repunte estacional mencionado muestre mayor persistencia; la holgura económica continúe sin un impacto visible en la inflación; el componente no subyacente presente una reversión mayor a la prevista, y la posibilidad de que los ajustes salariales pudieran presionar algunos precios, en especial a raíz del aumento de 20 % en los salarios mínimos. No obstante, las investigaciones sobre el efecto faro del salario mínimo hacia los precios concluyen que el impacto debe ser marginal.

Es importante enfatizar que un posible repunte en el tipo de cambio no representa mayor riesgo debido a que el peso se ha apreciado y que múltiples estudios han mostrado la existencia de un traspaso no significativo cuando las economías tienen un tipo de cambio flexible, política fiscal prudente y un banco central con alta credibilidad. Además de que la política monetaria no debe apuntalar al tipo de cambio como factor para contener la inflación, ya que así se debilita su función como variable para evitar desequilibrios en la balanza de pagos.

Los riesgos a la baja son que el comportamiento favorable de los precios productor favorezca una reducción del componente subyacente; la holgura económica induzca menores presiones en precios después de lo que ha sido ya un largo rezago, y se presente un menor traspaso a precios del incremento al salario mínimo dadas las condiciones de holgura esperadas. Al respecto del primer factor correspondiente a los precios productor, habría que señalar primero que la inflación que mide se ubica cerca de cero y que diversos estudios señalan una correspondencia con los precios al consumidor después de considerar cierto rezago. En suma, ante la incertidumbre futura se requiere prudencia y constituir un anclaje más firme de las expectativas de inflación, las cuales se encuentran por encima de la trayectoria anticipada y obligan a mantener una postura restrictiva.

La inflación en la meta y la actividad económica estancada sugieren una posición monetaria menos restrictiva. En efecto, la tasa de crecimiento económico promedio ha sido de 0 % en los últimos seis trimestres y los modelos basados en transacciones del sistema de pagos anticipan un cuarto trimestre negativo. Dentro del margen de maniobra que la inflación permite, es importante reducir el nivel de restricción de la posición monetaria por dos razones. La primera, es que la señal monetaria y su efecto en el costo del financiamiento debe de ser consistente con una tasa de retorno real, la cual se encuentran a la baja, dadas las condiciones cíclicas de la economía, y el mantener una disparidad entre estas tasas por un largo tiempo generaría distorsiones en las decisiones de inversión. La segunda razón es que un relajamiento de la postura contribuirá, aunque de manera modesta, a una recuperación económica para el siguiente año, la cual será posible debido a la baja base de comparación; que la administración pública se encuentra más preparada para funcionar; la aprobación inminente del T-MEC, y una baja probabilidad de que los eventos negativos que ocurrieron en 2019 se repitan en 2020. Sin embargo, es importante recalcar que el principal estímulo a la economía se realiza mediante políticas públicas que generen certeza económica que incentive la inversión.

El entorno externo presenta una coyuntura favorable en la dimensión monetaria. Las políticas acomodaticias a nivel global, en particular de la Reserva Federal, y un incremento del apetito por riesgo propician un mayor margen de maniobra a la postura monetaria relativa de México, la cual se beneficiaría por la reducción propuesta de 25 puntos base. No obstante, se mantiene latente la materialización de riesgos como son: una mayor desaceleración económica global; el recrudecimiento de las tensiones comerciales, y un cambio en la aversión al riesgo global.

Las posiciones monetarias relativa y absoluta son referencias necesarias debido a que sintetizan los múltiples factores que debe considerar la decisión de política monetaria.

La postura monetaria relativa es esencial para el contexto de una economía pequeña y abierta ya que ésta refleja el grado de restricción actual en términos de las condiciones monetarias globales y las diferencias de las inflaciones interna y externa. Asimismo, dimensiona desde una perspectiva de apetito por riesgo si el nivel de restricción relativo permite solventar las distintas primas de riesgo requeridas.

Por otro lado, la postura monetaria absoluta considera el objetivo de inflación además de la tasa neutral de la economía. En consecuencia, al comparar el nivel de restricción monetaria en estos términos se evalúan implícitamente las condiciones de la tasa real de la economía respecto a su equilibrio. Más aún, el ubicar la tasa de referencia en el tramo restrictivo, por encima de la tasa de neutral, como sugiere la postura absoluta actual, comunica a la sociedad el firme propósito de alcanzar la meta de inflación de forma consistente. En suma, las posturas relativa y absoluta permiten calibrar la dirección y magnitud de los cambios en la tasa de referencia y su evaluación nos sugiere que la postura monetaria es más restrictiva de lo necesario. Por ello, si se confirma la expectativa de convergencia hacia la meta se puede considerar una mayor relajación monetaria.

No obstante, el ajuste requerido se determina período tras período dependiendo de la trayectoria de la inflación general y sus componentes hacia la meta. En particular, se debe considerar los siguientes factores el posible repunte de la inflación debido a la persistencia del componente subyacente; la reversión potencial del componente no subyacente; la probable reactivación de la economía en 2020, y la evolución de los riesgos internos y externos.

De igual forma, la velocidad del ajuste a la postura monetaria debe de considerar su efecto en las expectativas. En efecto, las empresas y los analistas hacen conjeturas sobre las acciones futuras de la tasa de referencia, las cuales tienen una incidencia en las expectativas de inflación. Al determinar esta velocidad, el Banco tiene que minimizar los costos a la credibilidad del banco central de las decisiones de política monetaria en caso de que las previsiones no resulten conforme a lo anticipado. En el contexto de una economía débil con una materialización de riesgos negativos, un relajamiento monetario mayor al necesario implicaría un costo más alto para la credibilidad del banco central y la formación de expectativas de inflación en comparación al caso donde se diera un relajamiento menor al necesario. En esta última circunstancia, el comportamiento conservador fortalece la percepción del compromiso del banco central con el objetivo de inflación. Una ventaja asociada a una política monetaria cauta es que modera las expectativas de los mercados financieros sobre las acciones del banco central y permite una evolución ordenada de las tasas de interés con menores costos para la economía.

Enfatizo que las decisiones de política monetaria dependen de la evolución de la inflación general y en particular de su componente subyacente; esto acorde a las desviaciones con respecto a las trayectorias esperadas. Asimismo, planteo que se debe considerar el contexto económico financiero internacional con sus riesgos e incertidumbre, especialmente en una economía abierta como la mexicana. En particular, debemos defender la autonomía del banco central y destacar que sus decisiones están basadas en una posición objetiva y sustentada en elementos técnicos. Por todo esto, el curso de la tasa de referencia del banco central debe ser abordado con prudencia.

En la guía de las acciones de política monetaria del comunicado sugiero admitir que estamos en un ciclo a la baja de tasas sujeto a los resultados de la inflación, sus expectativas y su balance de riesgos. Esto es reconocer que llevamos ya cuatro disminuciones al hilo, que la trayectoria esperada de la inflación ha sido mejor a la anticipada y es lo señalado en todos los distintos escenarios que tenemos en nuestros modelos de reglas monetarias. Admitir estos hechos es transmitir un mensaje más transparente y creíble, en línea con mantener una postura restrictiva en términos absolutos y relativos por el tiempo necesario, pero no tan restrictiva como la presente.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Durante 2019, el entorno externo se ha caracterizado por un alto nivel de volatilidad e incertidumbre. En particular, la prolongada guerra comercial entre Estados Unidos y China ha sido el mayor obstáculo para el crecimiento económico mundial, si bien dicho riesgo parece haberse mitigado recientemente, dada la firma de la Fase 1 del acuerdo comercial entre ambas naciones. A pesar del avance, la formalización de un acuerdo amplio y definitivo en el próximo año no parecería factible, puesto que los temas pendientes y probablemente más álgidos de disputas siguen sin resolverse. Más aún, persisten riesgos de surgimiento de nuevos conflictos comerciales como parte de la estrategia hacia la elección presidencial en Estados Unidos.

Simultáneamente, el contundente resultado de las elecciones parlamentarias en el Reino Unido disipó finalmente la incertidumbre asociada al *Brexit*, no obstante ello abre la puerta a un nuevo y complejo período de transición con la Unión Europea.

Así, después de casi un año de continua desaceleración, con excepción de la economía estadounidense, que sigue manteniéndose en el ciclo de expansión más largo en su historia, los acontecimientos mencionados han permitido que el crecimiento empiece a estabilizarse en ciertas regiones del mundo. En contraste, para algunas economías emergentes, particularmente las de América Latina, los indicadores disponibles apuntan a una evolución no tan favorable por factores idiosincráticos asociados a brotes de inestabilidad política y social.

Por ello, los riesgos para el crecimiento global para el cierre de este año se mantienen a la baja mientras que se vislumbra una ligera recuperación para 2020, aunque de forma heterogénea entre regiones.

Frente a ese entorno, y a pesar de la continua fortaleza de los mercados laborales, las inflaciones general y subyacente a nivel global se mantienen por debajo de las metas de los bancos centrales, lo que refuerza el sesgo acomodaticio en las posturas de política monetaria.

Conforme lo anticipado, en su último anuncio de política monetaria del año, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambio su tasa de referencia, al considerar que su actual posición es adecuada para lograr sus objetivos de empleo e inflación y conservar la resiliencia de la economía, y descarta incrementos de tasas en tanto no se observe un aumento persistente de la inflación. En línea con lo anterior, la trayectoria de la tasa de referencia prevista por el Comité Federal de Mercado Abierto sugiere que el costo del dinero se mantendría sin cambio a lo largo del próximo año y que habría un aumento en 2021. En contraste, los instrumentos de mercado incorporan un recorte hacia finales de 2020.

Análogamente, los bancos centrales de los principales países avanzados mantuvieron una postura acomodaticia y dejaron inalteradas sus tasas de referencia y medidas no convencionales. En adición, algunos han exhortado a sus respectivos gobiernos para implementar políticas complementarias que impulsen el crecimiento económico.

Por otra parte, se prevé que la mayoría de los países emergentes continúen con una postura monetaria laxa, si bien en algunos casos se ha observado ligeros incrementos en los niveles de precios.

Desde nuestra previa reunión de política monetaria, el contexto de bajas tasas de interés a nivel global aunado a la reducción de la incertidumbre permitieron mejorar las condiciones en los mercados financieros internacionales, aunque de manera diferenciada por regiones y activos.

Por un lado, en las economías avanzadas el desempeño fue favorable. En particular, los mercados accionarios volvieron a alcanzar máximos históricos, acumulando en el año ganancias que alcanzaron niveles hasta 27.3 %; las tasas de interés de bonos gubernamentales retrocedieron de forma importante; los

tipos de cambio mostraron movimientos de apreciación, y los precios de la mayoría de las materias primas aumentaron.

Por otro, en los mercados emergentes los resultados fueron mixtos: mientras que los flujos hacia activos de renta fija fueron negativos durante las últimas cuatro semanas, los de renta variable registraron entradas moderadas en ese periodo. Dentro de ese conjunto de países, destaca el desempeño negativo de América Latina, tanto en el mercado cambiario como en el de deuda.

Por lo anterior, en mi opinión, a pesar de la atenuación de algunas fuentes de incertidumbre y las muestras de signos de estabilización de la actividad económica en algunas regiones, el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación globales se mantiene sesgado a la baja.

En México, la información disponible al cuarto trimestre apunta a que el estancamiento en la actividad económica persiste.

Por el lado de la producción, se anticipa una ligera recuperación en las actividades terciarias tras el nulo crecimiento del trimestre anterior. No obstante, la producción industrial mantendría el desempeño desfavorable, en particular en la construcción y la minería.

Por el lado de la demanda, se prevé una recuperación moderada del consumo privado, impulsada por la confianza del consumidor, los ingresos por remesas y la masa salarial. Sin embargo, se espera que continúe la atonía en la inversión, tanto en construcción como en maquinaria y equipo importado. Por su parte, las exportaciones manufactureras mostraron una desaceleración, como resultado de la huelga en General Motors, situación que exhibe la elevada sensibilidad al entorno estadounidense.

Se espera que las condiciones de holgura en la economía hayan seguido ampliándose sobre terreno negativo, en contraposición con lo que sucede en el mercado laboral, donde siguen observándose condiciones estrechas derivado del aumento en los salarios reales.

En este contexto, los pronósticos de crecimiento del Banco de México se mantienen prácticamente inalterados: la estimación para este año aumentó una décima, de menos 0.1 a 0 %, mientras que las correspondientes a 2020 y 2021 se mantuvieron en 1.3 y 1.8 %, respectivamente.

Al respecto, considero que el balance de riesgos para el crecimiento en México continúa sesgado a la baja, a pesar de la presencia de algunos eventos favorables.

Si bien el avance en el proceso de ratificación del T-MEC es una señal positiva, no se tiene certeza sobre la viabilidad de su pronta ratificación en Estados Unidos y Canadá, y se anticipan retos no triviales para su implementación. Por lo anterior, su capacidad para reactivar la inversión privada en el país en el corto plazo tampoco es evidente.

Es poco probable que el Acuerdo Nacional de Inversión en Infraestructura del Sector Privado anunciado en noviembre pueda revertir la atonía de la inversión, debido a que los recursos previstos para estos proyectos respecto al PIB resultan inferiores al promedio anual observado en los pasados cinco años. Asimismo, factores como la falta de certeza jurídica y la inseguridad que se han agravado en los últimos meses podrían inhibir la participación de capital privado.

La recomposición del gasto aprobada en el Presupuesto de Egresos de la Federación 2020 implica un riesgo importante sobre el crecimiento potencial del país, ya que reasigna recursos de sectores estratégicos como el sistema eléctrico, el aeroportuario y la infraestructura carretera para proyectos cuya rentabilidad es incierta.

Existe información que sugiere que la política salarial ha comenzado a inhibir la generación de empleos formales, lo que también puede debilitar la actividad económica. Tales distorsiones se verán acentuadas como resultado del aumento al salario mínimo del 20 % a partir de 2020, el mayor registrado en los últimos 44 años.

Por último, resulta imperativo que se implementen medidas de política pública que atiendan las causas estructurales del bajo desempeño de la economía, mejoren la seguridad y generen confianza para la inversión de largo plazo, evitando un deterioro adicional en el crecimiento potencial.

En un entorno de mayor apetito por riesgo, los activos financieros mexicanos presentaron un sesgo positivo impulsado por la concertación de la Fase 1 del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, y de los recientes avances para la ratificación del T-MEC. No obstante, se presentaron algunos episodios de elevada volatilidad vinculados principalmente a las tensiones sociales en diversos países latinoamericanos.

El peso se apreció marginalmente y sus condiciones de operación se mantuvieron favorables.

Las tasas de interés de valores gubernamentales aumentaron en los instrumentos con plazo menor a cinco años y presentaron disminuciones en el resto de la curva.

El mercado accionario presentó ganancias con las que acumula un rendimiento positivo anual cercano a 6.5 %.

Respecto al riesgo soberano, a pesar de que la cobertura por riesgo de incumplimiento continúo reduciéndose, cotiza aún por arriba de la de otras economías comparables y descuenta un recorte en la calificación soberana.

Por su parte, entre octubre y noviembre la inflación general mantuvo un comportamiento estable alrededor de 3 %. El componente no subyacente continuó en niveles históricamente bajos, cercanos a 1 %, y el subyacente se ajustó marginalmente de 3.68 a 3.65 %. A pesar de que se prevé que durante diciembre este continúe disminuyendo, persisten dudas sobre el ritmo al cual lo haga.

En cuanto a las expectativas para la inflación general, estas se ajustaron a la baja para este año de 3 a 2.94 % y para el próximo ligeramente al alza de 3.46 a 3.5 %, mientras que para el mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.5 %.

Considero que desde nuestra reunión pasada el balance de riesgos para la inflación se ha sesgado ligeramente al alza.

Si bien están presentes fuerzas que mitigan las presiones inflacionarias, como la mayor holgura de la economía, la materialización del choque de precios asociados al anuncio reciente del incremento al salario mínimo, la resistencia a disminuir de la inflación subyacente, la plausible reversión de la no subyacente hacia niveles más elevados y el riesgo cambiario más que compensan las anteriores y hacen evidente la necesidad de mantener una postura prudente.

En particular, es importante reiterar que los incrementos salariales deben sustentarse con ganancias en productividad puesto que de lo contrario, como se ha ejemplificado en distintos ejercicios realizados por el *staff*, se amplían los riesgos inflacionarios al introducir distorsiones en los procesos de formación de precios e impactar negativamente a la creación del empleo formal. Dada la magnitud del incremento, es previsible que un número significativo de micro y pequeñas empresas que agrupan al mayor número de trabajadores que ganan el salario mínimo tengan que transferir dichos ajustes vía precios de sus productos, reduciendo su plantilla de personal o, en el peor de los casos, abandonando la formalidad. El reciente anuncio confirma el segundo incremento sustancial y consecutivo al salario mínimo y se convierte en un factor sobre el cual debemos estar vigilantes.

Desde nuestra última reunión se ha elevado la complejidad en la decisión de política monetaria. Por una parte, las condiciones de holgura han seguido ampliándose, el balance de riesgos para el crecimiento económico claramente permanece sesgado a la baja y actualmente la inflación general se encuentra sobre el nivel objetivo. Por otra, el anuncio del aumento del salario mínimo a partir del 2020, mayor al previsto, necesariamente se traduce en un ajuste al alza de las trayectorias de inflación que puede impedir llegar a la meta durante el plazo en que opera la política monetaria y, con ello, obstaculizar la baja de las expectativas de mediano plazo que se requiere para consolidar la estabilidad de precios. Lo anterior, aunado a la persistencia de diversos riesgos, exige actuar con suma prudencia y cautela. Entre dichos riesgos destacan:

Presiones al tipo de cambio. La evolución favorable de la moneda nacional responde en buena medida al mejoramiento de las condiciones financieras externas, pero persisten riesgos importantes que pueden disminuir el apetito por riesgo súbitamente. En lo interno, Pemex continúa siendo una de las principales fuentes de incertidumbre y la atención sigue centrada en validar la capacidad de la empresa para incrementar de forma sostenida su producción. La situación actual de continua dependencia del apoyo presupuestal del Gobierno Federal resulta insostenible, por lo que la expectativa de un recorte en su calificación crediticia y su posible contagio en la soberana siguen latentes. Todo lo anterior podría propiciar presiones al tipo de cambio que comprometería la convergencia de la inflación hacia la meta.

Nuevos choques de precios. El desempeño extraordinariamente favorable del componente no subyacente durante 2019 permitirá que la inflación cierre este año en 3 % o incluso por debajo de esa cifra. Sin embargo, no es razonable suponer que dicho fenómeno se prolongará indefinidamente. Los precios de los bienes agropecuarios son muy volátiles y pueden aumentar rápidamente. Asimismo, si bien los precios de los energéticos son administrados y no reflejan automáticamente la evolución de sus referencias internacionales, el aumento de estas últimas genera presiones en las finanzas públicas que, de manera indirecta, impactan en la dinámica de precios internos por distintos canales.

Finanzas públicas. A pesar del cumplimiento de las metas fiscales este año, se percibe un deterioro en las finanzas públicas, que tarde o temprano puede incidir en los mercados financieros nacionales a través de ajustes del riesgo país. Al examinar con detalle la composición del superávit primario, se aprecia que este ha sido alcanzado mediante el subejercicio del gasto, que trata de compensar la caída de los ingresos presupuestarios, y el uso de recursos provenientes del FEIP. Como he comentado en otras ocasiones, utilizar recursos extraordinarios para enfrentar faltantes de ingresos en ausencia de choques imprevistos es una medida temporal que no atiende los problemas estructurales. Esta situación podría agravarse en 2020 de presentarse un crecimiento de la economía nacional menor al 2 % previsto en el paquete económico aprobado, el cual es significativamente mayor a la mediana de los pronósticos de los especialistas para ese año, que en la encuesta de diciembre ascendió a 1.1 %. Lo anterior eleva las preocupaciones sobre una reducción en la calificación crediticia soberana. Más aún, es de esperar que las presiones fiscales continúen aumentando por la tendencia ascendente del gasto en pensiones a cargo del Gobierno Federal, el cual alcanzará una cifra cercana al 4 % del PIB en 2020, superando el gasto de operación y de inversión federales. Los riesgos asociados a las vulnerabilidades fiscales exigen una gran cautela en la conducción de la política monetaria.

Imposición de aranceles. Por último, incluso si se lograra la ratificación del T-MEC durante el próximo año, no debemos olvidar que este acuerdo no obliga al Ejecutivo estadounidense a abstenerse de establecer aranceles u otras restricciones comerciales unilaterales, que pudieran representar nuevos choques de precios, sobre todo durante el periodo electoral en ese país.

Por lo anterior, mi intención de voto en esta ocasión es en favor de disminuir la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para llegar al nivel de 7.25 % y, así, ratificar mi postura de que debemos actuar con prudencia y gradualidad en el entorno de incertidumbre elevada y la materialización de algunos riesgos previstos.

Finalmente, considero que debemos mantener en el comunicado el mensaje de que el futuro de la política monetaria depende principalmente de la evolución de la inflación y de sus desviaciones con respecto a su trayectoria esperada, en un entorno caracterizado por riesgos elevados y amplia incertidumbre.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

La información oportuna sugiere que la actividad económica global continuó desacelerándose durante el cuarto trimestre del año. En virtud de que el crecimiento de las economías emergentes parece al menos haberse mantenido durante este lapso, la debilidad de las avanzadas estaría explicando dicho resultado. Se anticipa que el ritmo de expansión de la economía mundial comience a repuntar a partir de principios de 2020, aunque de manera gradual, con lo que las cifras para el año en su conjunto serían de un orden de magnitud similar a la estimada para 2019.

En lo fundamental, esta previsión se sustenta en la expectativa de que, a la par del estímulo provisto por las medidas de política implementadas, la actividad económica global se verá apoyada por el gradual desvanecimiento de los efectos de algunos factores que la han afectado. A este respecto destacan el alivio de las tensiones comerciales en algunos frentes, de manera notoria entre Estados Unidos y China tras el acuerdo preliminar recientemente anunciado, así como la percepción de una menor incertidumbre en torno al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Sin embargo, es necesario señalar que este escenario enfrenta riesgos, sobre todo en el caso de los conflictos comerciales. En vista de la proximidad del proceso electoral en Estados Unidos, es difícil garantizar que las negociaciones entre ese país y China no sufrirán retrocesos importantes, al tiempo que continúa latente el potencial de episodios de agudizamiento de las respectivas tensiones en otros frentes e, incluso, de que se abran nuevos.

Los mercados laborales de algunas de las principales economías avanzadas han registrado fortalecimientos adicionales. Sin embargo, esto se ha visto reflejado en incrementos salariales inferiores a lo que cabría esperar en una situación de apretamiento como la que se percibe en estos mercados, lo que a su vez ha tenido un impacto modesto en la inflación, tanto observada como esperada, de estos países. Por su parte, el comportamiento de los precios en las economías emergentes ha resultado en una trayectoria para la inflación subyacente que en la mayoría de los casos continúa presentando una tendencia a la baja, así como en cifras para la general que, en un número importante de países, se ubican por debajo de su meta.

Ante estos desarrollos, diversos bancos centrales de países emergentes han continuado relajando su postura de política monetaria, al tiempo que sus contrapartes en las principales economías avanzadas han señalado la intención de mantener posturas acomodaticias por un periodo todavía prolongado, aunque no han ejecutado ajustes adicionales recientemente. A este respecto, destaca el caso de la Reserva Federal que, tras haber dejado sin cambio el objetivo para la tasa de fondos federales en su más reciente reunión, anticipa, de acuerdo con la proyección de la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, que esta se mantenga en los niveles actuales al menos hasta el cierre del próximo año, si bien cotizaciones de instrumentos de mercado incorporan un recorte adicional de 25 puntos base en dicho horizonte.

Naturalmente, es de esperar que las condiciones financieras globales continúen siendo favorecidas por este entorno generalizado de posturas monetarias acomodaticias. Sin embargo, no es posible descartar apretamientos súbitos como resultado de la materialización de algunos riesgos que aún se perciben tanto sobre la actividad económica global como para los mercados financieros, entre los que figuran, además de los ya señalados, el agudizamiento y/o surgimiento de tensiones de naturaleza política, geopolítica y social en algunos países y regiones; una desaceleración más pronunciada de lo previsto en algunas economías clave como China por el lado de las emergentes o Estados Unidos entre las avanzadas, e incluso, sorpresas en el ámbito monetario.

En México, la lectura precisa del comportamiento de la actividad económica en el último trimestre de 2019 se complica, por la limitada información disponible y los efectos de factores temporales que han afectado al sector automotriz.

Los indicadores disponibles sugieren una persistente debilidad de la economía durante dicho periodo. La producción industrial se contrajo nuevamente en octubre, principalmente como resultado del impacto de una menor actividad del subsector de equipo de transporte en la producción manufacturera y el acrecentamiento de la caída de la construcción. Adicionalmente, las exportaciones manufactureras perdieron dinamismo, afectadas por las huelgas en las plantas automotrices en Estados Unidos.

No obstante lo anterior, no se espera que estos factores cambien de manera importante el escenario previsto hasta hace poco. Así, se continúa anticipando un estancamiento de la economía en 2019 seguido de una recuperación modesta en 2020, lo que implica brechas negativas del producto en ambos años similares a las estimadas en el más reciente Informe Trimestral.

La menor incertidumbre derivada de algunos eventos externos y particularmente la reciente firma del protocolo modificatorio del acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, debería estimular la recuperación de la inversión en México. Sin embargo, dicho acuerdo es una condición necesaria pero insuficiente para un fortalecimiento de la confianza compatible con una expansión sólida de la inversión.

Para lograr este objetivo, se necesita además atenuar los factores internos de incertidumbre que la han afectado en los últimos meses, entre los cuales destacan factores de gobernanza y otros vinculados a la situación económica y política interna. Lo anterior, combinado con un entorno externo que a pesar de la reciente mejora se mantiene incierto, inclina la balanza de riesgos para el crecimiento en el periodo antes señalado a la baja.

Las implicaciones del comportamiento de la inversión en los últimos años para el crecimiento potencial son aun más preocupantes, situación que se acentúa al considerar el nivel, la orientación y la elevada concentración de la inversión pública, así como la posibilidad de que continúe el estancamiento reciente o incluso se observe una tendencia negativa de la productividad total de los factores, ante la ausencia de un paquete de políticas públicas que permita esperar un cambio favorable de dicha tendencia.

La debilidad de la economía se ha reflejado en la evolución del mercado laboral. Es de esperarse que durante 2019 la creación de empleos formales en México registre su menor nivel desde 2009, a lo que se añade la mayor ocupación en el sector informal y el aumento de la subocupación. Así por ejemplo, la variación acumulada desde 2012 del porcentaje de la población económicamente activa que labora menos de 35 horas a la semana, se multiplicó casi por 4 entre 2018 y 2019. Al mismo tiempo, la tendencia al alza de los costos laborales unitarios para la economía en su conjunto ha continuado, como consecuencia tanto de mayores remuneraciones en términos reales como de una productividad laboral que ha registrado contracciones anuales consecutivas durante los últimos 6 trimestres. La experiencia de la zona libre de la frontera norte muestra con claridad los efectos nocivos en el empleo de aumentos salariales incompatibles con la evolución de la productividad.

La inflación continúa mostrando el mismo patrón observado desde principios de 2018, es decir, un descenso de la general determinado por la caída de la no subyacente, con un componente subyacente persistente aunque con cierta disminución.

A mi juicio existen dos elementos del comportamiento reciente de la inflación que vale la pena resaltar.

El primero es el bajo nivel que registra en la actualidad la inflación no subyacente anual, 0.98 % en noviembre, esto es, la segunda cifra más baja desde que se tienen registros. Como debería ser obvio, con una media de casi 6 % desde enero de 2001, cuando se adoptó formalmente el régimen de objetivos de inflación, sería ilógico esperar que esta variable siga registrando cifras tan reducidas por mucho tiempo. Por

tanto, evaluar el comportamiento de la inflación con base en el índice general bajo estas circunstancias enfrenta serias limitantes.

El segundo es el hecho de que con la decisión respecto del incremento al salario mínimo a partir de inicios del año entrante, se materializa uno de los riesgos al alza que enfrentaba el comportamiento de la inflación en el corto plazo. Los ejercicios econométricos sugieren que este efecto imposibilitará el cumplimiento de la meta de 3 % durante 2020 como se había previsto.

Con la información más reciente, antes de la decisión respecto del salario mínimo, las expectativas para la inflación general y la subyacente basadas en encuestas para 2020 se ubicaban en 3.5 y 3.4 %, respectivamente, registrando las de largo plazo para ambas variables las mismas cifras. Estas expectativas pudieran incorporar cuando menos parcialmente el ajuste al salario mínimo antes señalado, pero habrá que esperar a las siguientes encuestas para corroborar si resienten un ajuste adicional.

Los avances en la ratificación del T-MEC, en combinación con algunos acontecimientos externos que han contribuido a atenuar la incertidumbre, han disminuido los riesgos para el tipo de cambio del peso, pero no los han eliminado, y persisten diversos factores tanto internos como externos que pueden repercutir en la moneda mexicana. Además, los desafíos derivados de un posible debilitamiento de las finanzas públicas y de la volatilidad de los precios de los productos agropecuarios y los energéticos persisten. Al combinar esta información con la debilidad de la economía, el balance de riesgos es incierto, si bien con una trayectoria de la inflación ajustada al alza ante la materialización de uno de ellos.

Como era de esperarse, la menor incertidumbre derivada de la firma del protocolo modificatorio del tratado comercial con Estados Unidos y Canadá y otros factores externos, se ha reflejado en el comportamiento de los mercados financieros en México. Así, desde la última decisión de política monetaria el peso mostró una apreciación, aunque en un entorno de volatilidad, y las tasas de interés de largo plazo disminuyeron. Sin embargo, es importante tener presente que la etapa actual de relativa tranquilidad sigue enfrentando riesgos de consideración. En el ámbito externo, persiste la posibilidad de choques importantes, como lo muestra el episodio reciente de contagio derivado de las dificultades observadas en algunas economías latinoamericanas, y ante eventos como las elecciones presidenciales en Estados Unidos, entre otros factores. En lo interno, se mantienen retos de gran trascendencia cuya solución está todavía pendiente. Entre estos cabe destacar el riesgo de pérdida del grado de inversión de Pemex y sus potenciales implicaciones tanto para las finanzas públicas como para la calificación soberana.

En su más reciente comunicado, la agencia *Moody's*, cuya posición será crucial para definir el futuro del grado de inversión de Pemex, ha reiterado la perspectiva negativa de la calificación de la compañía, en virtud de la correspondiente a la deuda soberana, el deterioro del perfil crediticio de Pemex y su percepción de que los gastos de inversión de la petrolera serán insuficientes para reponer sus reservas de crudo en 2019 y 2020, en un contexto en el que las reservas probadas han continuado disminuyendo.

Por otra parte, inclusive sin tomar en cuenta los riesgos derivados de la situación de Pemex, las finanzas públicas enfrentan retos importantes. En particular, los objetivos fijados para el año entrante descansan en supuestos de crecimiento económico e ingresos petroleros que parecen optimistas. Con la utilización de los recursos del FEIP este año, los fondos para hacer frente a contingencias se reducirán considerablemente. Y a lo anterior hay que agregar los retos para las finanzas gubernamentales en el mediano y largo plazos. En este contexto, el anuncio de que las autoridades hacendarias están considerando una reforma fiscal es de gran relevancia, por lo que es fundamental asegurar su implementación oportuna.

La política monetaria continúa enfrentando un panorama con características mixtas, en la que se combinan una inflación general alrededor de 3 %, una inflación subyacente relativamente elevada, expectativas de inflación de largo plazo por encima de la meta, una brecha negativa del producto y riesgos importantes para la economía inclusive en el corto plazo. Considero que en esta ocasión habría que añadir a lo anterior dos elementos nuevos:

En primer lugar, una menor incertidumbre derivada fundamentalmente de factores externos, aunque uno de ellos, el T-MEC, parcialmente en el ámbito de control de las autoridades. Lo anterior muestra cómo el fortalecimiento de la confianza puede abrir márgenes para la implementación de la política monetaria. Y resalta también la importancia de disipar las fuentes internas de preocupación, tanto por su impacto directo en la economía, como porque permitiría una implementación más flexible de los distintos instrumentos de política económica. Al respecto, es importante considerar que la capacidad de respuesta de la política monetaria se verá muy acotada, en tanto no se reduzcan de manera importante las fuentes internas de incertidumbre.

En segundo lugar, la perspectiva de un ajuste al alza de la trayectoria de la inflación. Como ya se comentó, dicho riesgo se ha materializado por la vía salarial, que es aparentemente la principal fuente de la resistencia a la baja de la inflación subyacente.

La política monetaria debe procurar la convergencia de la inflación a la meta sin imponer costos excesivos a la economía y evitando al mismo tiempo un desanclaje de las expectativas de inflación. Considero que lo anterior puede lograrse con una disminución del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 25 puntos base y por tanto este es el sentido de mi voto.

A mi juicio, un relajamiento más agresivo de la política monetaria sería inconveniente, ya que probablemente validaría el impacto inflacionario de los ajustes al salario mínimo, justificando expectativas de inflación de largo plazo por encima de la meta. Además, una acción de esta naturaleza, con miras a fomentar el crecimiento de la economía, sería incompatible con la evidencia tanto teórica como empírica de los determinantes del crecimiento económico, ignoraría la opinión de empresarios y analistas sobre los factores que están obstaculizando la expansión de la economía del país, implicaría hacer caso omiso de la evidencia que muestra un impacto modesto de la tasa de interés en el crecimiento económico inclusive en el corto plazo y, por tanto, seguramente sería percibida como incompatible con el mandato del banco central.

Por otra parte, la materialización de riesgos al alza para la inflación confirma tanto la necesidad de un manejo prudente de la política monetaria, como el hecho de que el nivel actual de las tasas de interés en México es un reflejo de los riesgos que enfrenta la economía. El argumento de que el Banco de México debe ajustar su política monetaria en virtud de un diferencial nominal amplio con otras economías ignora la necesidad de considerar otros factores de riesgo, como la volatilidad cambiaria. Una vez que esta es tomada en cuenta, dicho diferencial se reduce considerablemente, lo que evidencia la importancia de rigor al hacer este tipo de comparaciones.

En un entorno en el que se vislumbran presiones adicionales sobre la inflación, una brecha negativa del producto y menor pero todavía acentuada incertidumbre, la política monetaria debe seguir conduciéndose con cautela y, en su caso, ajustarse con base en la información adicional sobre los determinantes de la inflación y sus expectativas, con miras a lograr la convergencia ordenada de la inflación a la meta.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

A lo largo del año y en el cuarto trimestre, la actividad económica global se ha desacelerado y sus pronósticos se han venido revisando a la baja, tanto en economías avanzadas como emergentes. Los efectos de las tensiones comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China, han propiciado una reducción en el comercio mundial, la producción manufacturera, la inversión y la confianza de los negocios.

En contraste, en las principales economías avanzadas los servicios se expanden y es el principal generador de empleos, manteniendo brechas de desempleo históricamente bajas con un repunte moderado en los salarios. No obstante, la inflación general y subyacente en dichas economías se ha mantenido en niveles inferiores a su meta.

Las afectaciones de la incertidumbre comercial han sido más notorias en las economías más abiertas y altamente exportadoras a Estados Unidos y China. Así, la actividad económica en la zona euro y Japón se han visto especialmente afectadas y sus expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han reducido a niveles inferiores a su meta. Ante este entorno sus bancos centrales han mantenido un amplio estímulo monetario, incluyendo medidas no convencionales, como la compra de activos. Estados Unidos también ha presentado afectaciones asociadas a las tensiones comerciales, si bien en menor grado, especialmente un debilitamiento de la inversión.

En la economía mundial se combinan los efectos de un entorno incierto y sujeto a tensiones comerciales, con una importante reducción en las tasas de interés en todos sus plazos. Inclusive, cerca del 30 % de todos los instrumentos de renta fija en circulación de economías desarrolladas ofrecen rendimientos negativos, especialmente los de la zona euro y Japón.

Si bien en las economías avanzadas ya prevalecía un entorno de tasas de interés bajas, estas han disminuido aún más y se ha consolidado la expectativa de que se mantendrán bajas por un periodo prolongado. Al respecto, aún en este entorno de costos de financiamiento muy reducidos, la inversión y la confianza de los negocios se mantienen considerablemente afectadas.

Esto ilustra como la inversión es más sensible a un entorno de elevada incertidumbre económica que a uno de bajas tasas de interés. Así, es previsible que en las economías más afectadas por la incertidumbre persista la debilidad de la inversión y que las condiciones financieras más relajadas, más que detonar un incremento en la acumulación de capital, propicien un mayor apalancamiento de empresas y hogares. Esto podría incrementar algunas vulnerabilidades financieras, especialmente en los segmentos menos regulados.

La información económica más reciente en Estado Unidos, incluyendo la del mercado laboral, muestra que se ha mantenido el crecimiento y la generación de empleos, con niveles de inflación general y subyacente inferiores a 2 %. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el intervalo objetivo para la tasa de fondos federales de 1.5 a 1.75 % y manifestaron que la postura monetaria es adecuada para el entorno que enfrentan. Inclusive, destacaron que se esperarían a ver un incremento persistente en la inflación antes de aumentar la tasa de fondos federales. Además, la mediana de la actualización de los pronósticos para el objetivo de tasas de interés se mantiene en su nivel actual a lo largo de todo el 2020.

Los Bonos del Tesoro Norteamericano han incorporado esta información, dando lugar a que la curva de rendimientos mostrara una ligera pendiente positiva, ubicándose los de 2 a 30 años en un rango de 1.6 a 2.4 %. En consecuencia, si bien con algunos ajustes, los mercados financieros internacionales han venido incorporando un entorno de bajas tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos, tanto en economías avanzadas como emergentes.

Por otro lado, hace unos días se dieron a conocer los acuerdos comerciales alcanzados entre Estados Unidos y China, en la llamada Fase 1, que entre otras medidas evitaron una escalada adicional en la imposición de tarifas y se redujeron otras que estaban en vigor. Esto podría implicar una pausa en las tensiones comerciales, las cuales difícilmente se resolverán de manera definitiva en el corto plazo. Por otro lado, si bien las elecciones en el Reino Unido disminuyeron la incertidumbre, aún faltan detalles sobre la estrategia de salida de la Unión Europea.

Ante estos anuncios e información, los mercados financieros han reaccionado con incrementos en los índices bursátiles y un mayor apetito por riesgo, con beneficios para las economías emergentes. Ello refleja que algunos de los factores de riesgo que afectaban a la economía mundial, en el margen, han mejorado. Esto podría sugerir un contexto global más favorable que el que se enfrentó durante la mayor parte del año. No obstante, en algunas economías, especialmente emergentes, persisten riesgos idiosincráticos, políticos y sociales, que han propiciado incertidumbre y obstaculizado a la inversión y al crecimiento.

En este entorno, las tasas de interés nominal y real en los mercados financieros nacionales se han reducido. Además, el peso mexicano se ha apreciado y ha tenido un mejor desempeño que el de otras monedas latinoamericanas, algunas de las cuales han estado más expuestas a riesgos políticos y sociales, tanto de manera directa o por contagio. Al comportamiento reciente del peso también ha contribuido la mayor tasa de interés de corto plazo.

El volátil entorno externo y los retos internos dejan claro que es necesario mantener una postura macroeconómica sólida, que contribuya a un ajuste ordenado de la economía y los mercados financieros nacionales. En relación a las finanzas públicas, es necesario cumplir la meta de superávit primario para 2019 y la aprobada por el Congreso en el Paquete Económico 2020.

La actividad económica en México se ha mantenido estancada por varios trimestres, incluso considerando la información disponible para el cuarto trimestre del año. Por el lado de la producción, se mantiene la desaceleración de los servicios y el mal desempeño de la producción industrial, con una persistente debilidad en la minería y en la construcción, mientras que las manufacturas han perdido dinamismo.

En cuanto a la demanda agregada, persiste debilidad en sus componentes. En la demanda interna, se ha ampliado la debilidad de la inversión, tanto en maquinaria y equipo y especialmente en construcción. Al respecto, la inversión no residencial, de gran importancia para el crecimiento, mantiene una tendencia decreciente desde principios del 2015.

La inversión pública sigue reflejando la falta de recursos y la privada ha resentido por varios años la incertidumbre respecto a la relación comercial en Norteamérica y otros factores internos. Al respecto, los recientes acuerdos relacionados con el T-MEC podrían dar lugar a su ratificación y contribuir a generar un mejor panorama para la inversión.

Para el consumo, que se había desacelerado desde el primer semestre del año, se espera que pueda mejorar su desempeño, apoyado por la expansión de la masa salarial en términos reales y la recepción de remesas, así como por los altos niveles de confianza del consumidor. En cuanto a las exportaciones, estas se han desacelerado y recientemente las automotrices se vieron afectadas por la huelga de *General Motors* en Estados Unidos.

Entre los principales obstáculos para el crecimiento que señalan los analistas y empresarios encuestados por el Banco de México, destacan los problemas de gobernanza, inseguridad pública, inestabilidad política, impunidad y corrupción, y la incertidumbre en las condiciones económicas internas.

El mercado laboral sigue mostrando una desaceleración en su ritmo de generación de empleos, en noviembre de 2019 se generaron 345 mil empleos formales anuales, un crecimiento anual de 1.7 %, cifras inferiores a las del año previo, de 688 mil empleos y un aumento de 3.5 %.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, el estancamiento de la actividad económica ha dado lugar a una ampliación de la brecha del producto.

La actividad económica se mantiene sujeta a diversos factores de riesgo y elementos de incertidumbre, tanto externos como internos, en particular, si bien se ha reducido el riesgo asociado a las tensiones comerciales, la base sobre la cual se sustenta podría resultar débil y no revertir las afectaciones registradas al crecimiento mundial; se han dado avances significativos en la ratificación del T-MEC, pero aún está pendiente la parte final de la ratificación legislativa en Estados Unidos y Canadá; factores internos que afecten la confianza y las perspectivas de la economía; reducciones en los ingresos públicos, y riesgos geopolíticos.

Si bien el entorno externo e interno ha presentado cierta mejoría, tomando en cuenta la debilidad reciente de la actividad económica, el balance de riesgos para el crecimiento en el horizonte de pronóstico conserva un sesgo a la baja. Además, considerando la posición cíclica de la economía, las presiones exógenas de

costos, entre ellas las salariales, podrían dificultar la recuperación del empleo, la producción, y la reducción de la brecha negativa del producto.

Respecto al crecimiento de mediano y largo plazos, es necesario reforzar el estado de derecho; incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano, y propiciar mayor confianza para mejorar las perspectivas de inversión.

La inflación general anual ha seguido disminuyendo, registrando 2.97 % en noviembre. Esto se debe a una considerable reducción del componente no subyacente, que alcanzó 0.98 % en igual periodo, asociado a una atípica e importante reducción tanto en los energéticos como en los productos agropecuarios.

La inflación subyacente anual ha mostrado una ligera reducción, a un ritmo menor al previsto al inicio del año, pasando de 3.87 % en abril a 3.65 % en noviembre. En ello, destacan las presiones en los servicios distintos a la vivienda y en las mercancías alimenticias, asociados a los efectos indirectos de aumentos en los energéticos el segundo semestre del año pasado y los aumentos salariales desde principios del año.

En los siguientes trimestres, la inflación subyacente dependerá en gran medida, de la interacción de la mayor holgura en la economía y los efectos del incremento de 20 % al salario mínimo, que podría propiciar aumentos salariales superiores a las ganancias en productividad y generar presiones de costos con afectaciones en el empleo y los precios. En balance, si bien es difícil anticipar cual sería el resultado final de la interacción de dichos factores, ya que no es común que la economía enfrente presiones de costos laborales en la parte baja del ciclo económico, se prevén presiones a la inflación subyacente, que alcanzaría niveles moderadamente superiores al pronóstico publicado en el último Informe Trimestral.

La inflación general también resentiría las presiones antes descritas, ubicándose en niveles moderadamente superiores al pronóstico del último Informe Trimestral.

Las expectativas de inflación de corto plazo de encuestas han seguido a la información más reciente y las de mayor plazo mantienen niveles superiores a 3 %. La compensación por inflación y la prima por riesgo inflacionario implícita en instrumentos de renta fija se han mantenido relativamente estables.

Como riesgos al alza para la inflación, destacan persistencia en la inflación subyacente; depreciación del peso por factores externos e internos; considerando el incremento de 20 % al salario mínimo, así como su mayor cercanía al salario mediano, se podrían propiciar aumentos en otros rangos de salarios que rebasen las ganancias en productividad, con afectaciones en el empleo formal y los precios; aumentos en precios agropecuarios o energéticos, y un deterioro en las finanzas públicas.

En cuanto a los riesgos a la baja, una mayor apreciación del peso, en caso de ratificarse el T-MEC o en respuesta a un mayor apetito por riesgo, derivado de la pausa en las tensiones comerciales globales entre Estados Unidos y China; que se presenten menores presiones en el subíndice no subyacente, como ha sucedido en los productos agropecuarios y las gasolinas, y que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto sobre la inflación subyacente sea mayor al previsto.

Si bien la inflación general se ha venido reduciendo a un ritmo mayor al anticipado por la presencia de algunos factores de riesgo a la baja, en el componente no subyacente, el balance sobre los posibles riesgos que afectarían al escenario central descrito para la inflación general, se mantiene incierto.

Aun considerando que las condiciones de holgura se han ampliado más de lo previsto, los retos que enfrenta la economía no son sólo los que se derivan de su posición cíclica. Hay otros retos y factores de riesgo, externos e internos, que inciden sobre la economía, la formación de precios y la inflación.

La sólida postura macroeconómica y monetaria en los últimos años, ante un entorno externo e interno complejo y volátil, ha sido fundamental para que las curvas de rendimientos nominales y reales y

especialmente en sus plazos más largos, se hayan ajustado de manera ordenada y a la baja. Al respecto, al descomponer las tasas nominales de largo plazo, se obtiene que tanto las expectativas para las tasas de interés de corto plazo, como las primas por plazo han disminuido en los últimos meses.

Al respecto, la determinación de la postura de política monetaria no sólo debe propiciar que las previsiones para la inflación general se mantengan alrededor de la meta en el horizonte de pronóstico, también debe considerar un entorno externo de menor crecimiento, con obstáculos para la inversión, con menores presiones de inflación y tasas de interés, y que en el margen ha aumentado el apetito por riesgo; una importante ampliación de la holgura en la economía derivada de la mayor debilidad económica; una inflación general que ha disminuido recientemente por una inflación no subyacente atípicamente baja, y una inflación subyacente con resistencia a disminuir y cuyo comportamiento estará determinado, por la combinación de la mayor holgura en la economía y los efectos directos e indirectos del aumento de 20 % en el salario mínimo. Asimismo, debe considerar la necesidad de propiciar condiciones en el mercado de renta fija y en las tasas de interés de corto plazo que procuren un ajuste ordenado de la economía, que estén en sintonía con el comportamiento de la curva de rendimientos interna y externa y las primas de riesgo, que mantenga el atractivo de los mercados de renta fija nacionales y genere confianza, que considere a las condiciones monetarias globales relevante y que propicie que la curva de rendimientos incorpore expectativas de tasas de interés de corto plazo congruentes con los objetivos del banco central en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Todo lo anterior sugiere la conveniencia de que la adecuación de la postura de política monetaria en el entorno actual sea gradual, incorpore toda la información disponible, responda integralmente a todos los factores y características de la economía y permita la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a su meta.

En este proceso es necesario identificar, de la mejor manera posible, las condiciones de la economía, los riesgos que esta enfrenta, así como las posibles vulnerabilidades que pudieran presentarse.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 7.25 %.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 19 de diciembre de 2022

www.banxico.org.mx