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 26 de septiembre 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 26 DE SEPTIEMBRE 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: 25 de septiembre 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 global continuó mostrando debilidad durante lo que va del tercer trimestre de este año. Los pronósticos de crecimiento, tanto para economías avanzadas como para emergentes, fueron ajustados nuevamente a la baja, con lo que ya se acumulan varios meses consecutivos de revisiones negativas.

Los indicadores de comercio mundial y los índices de gerentes de compras continúan a la baja. Si bien los índices del sector servicios aún permanecen en zona de expansión, una caída en las manufacturas típicamente antecede a un ajuste en la misma dirección en el sector servicios.

En Estados Unidos, la producción industrial continúa con una evolución plana, a pesar del buen dato de agosto. En contraste, se ha observado un mercado laboral fuerte y la actividad económica general ha seguido creciendo de forma moderada. A pesar de ello, la inversión y las exportaciones han tenido comportamientos negativos, mientras que las probabilidades de una recesión para el próximo año siguen siendo relativamente altas.

En la zona Euro los indicadores de confianza empresarial y los índices de gerentes de compra continuaron a la baja. En Alemania, la producción industrial en general, y la automotriz en particular, continuaron con una marcada tendencia negativa. Es incluso probable que Alemania pronto caiga en zona de recesión técnica al acumular dos trimestres consecutivos con un crecimiento negativo.

La inflación en las economías avanzadas continúa por debajo de las respectivas metas de los Bancos Centrales y las expectativas inflacionarias permanecen bajas. Por su parte, en las economías emergentes la inflación se ha visto favorecida por la evolución favorable de los precios internacionales tanto de energéticos como de alimentos. Si bien el mercado petrolero se vio afectado por los recientes acontecimientos en Arabia Saudita, el efecto sobre el precio internacional logró contenerse.

Mientras que en agosto se intensificaron tanto las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China como el riesgo de un Brexit abrupto, en septiembre el clima de negocios mejoró ante la distensión de las negociaciones comerciales y las acciones del congreso británico para evitar un Brexit abrupto. Ello fue acompañado de acciones por parte de los principales Bancos Centrales tendientes a mejorar las condiciones financieras y la actividad económica.

En septiembre la Fed disminuyó el rango de su tasa de interés objetivo en 25 puntos base. Con ello, dicho instituto ha reducido dicho rango en 50 puntos en lo que va del año. En su comunicado, la Fed argumentó que la decisión se tomó a la luz de las implicaciones que los acontecimientos globales están teniendo sobre las perspectivas económicas y la baja inflación observada. Mencionó que, hacia adelante, el comité seguirá monitoreando la información nueva disponible y que actuará de manera apropiada para sostener la expansión económica con una inflación cercana al objetivo. Cabe señalar que las perspectivas del mercado siguen incorporando una reducción adicional de 25 puntos base en 2019 y de 37 puntos base en 2020.

El Banco Central Europeo recortó la tasa de depósitos en 10 puntos base y mencionó que los miembros del Comité esperan que las tasas de refinanciamiento y préstamos se mantendrán en niveles cercanos a cero hasta que la inflación se acerque al 2 %. También anunció un nuevo programa de compra de activos, entre otras medidas para mejorar las condiciones financieras de la zona.

Como parte de este ciclo global de relajamiento monetario, en lo que va del año cerca de dos docenas de Bancos Centrales han reducido sus tasas de interés. En América Latina, Brasil redujo su tasa en 100 puntos base para ubicarla en 5.5 %, Chile lo hizo en 75 puntos base a un nivel de 2 %, Perú lo hizo en 25 puntos base y se ubica en 2.5 %, mientras que Colombia la ha reducido en 50 puntos base y se encuentra en un nivel de 4.25 %. Por su parte, la tasa en México se ubica en 8 % y únicamente la ha disminuido en 25 puntos base en lo que va del año. Lo anterior ilustra la postura monetaria altamente restrictiva que aún prevalece en México, sobre todo tomando en cuenta que la inflación se encuentra ya en niveles muy cercanos a la meta. De hecho, México es ahora el país con grado de inversión con la tasa de interés real más alta en el mundo.

El incremento en la incertidumbre durante agosto provocó una apreciación generalizada del dólar y que los inversionistas se refugiaran en activos de renta fija. Así, las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron, mientras que los mercados accionarios cayeron. En septiembre, el ambiente de negocios mejoró y los movimientos de divisas registrados en agosto se revirtieron casi en su totalidad. Sin embargo, persistió la expectativa de condiciones monetarias menos astringentes hacia el futuro. Así, durante septiembre la mayoría de las monedas de países emergentes se han apreciado con respecto al dólar, mientras que los mercados accionarios de la mayoría de los países registraron ganancias. Por su parte, las tasas de interés registraron volatilidad aunque permanecen por debajo de los niveles registrados a principios de año.

Hacia adelante persisten riesgos que podrían afectar a los mercados financieros globales, como la posibilidad de un agravamiento de las tensiones comerciales o la salida intempestiva de Gran Bretaña. Sin embargo, es importante dimensionar el impacto que dichos eventos pudieran tener sobre los mercados a la luz de la reacción que es posible anticipar por parte de las autoridades monetarias. Hemos visto que, ante el agravamiento de algunos de estos riesgos, los Bancos Centrales de las principales economías han actuado mejorando las condiciones financieras globales a través de posturas más acomodaticias. Por ello, considero que el balance de riesgos para los mercados financieros globales se mantiene estable.

En cuanto a la actividad económica en México, los datos más recientes no permiten aseverar que el estancamiento económico ha sido superado. Por el contrario, a inicios del tercer trimestre persistió la tendencia negativa de la producción industrial y la debilidad económica es tangible incluso en el sector servicios. Por su parte, la actividad manufacturera continuó con un buen ritmo de expansión a la par del crecimiento en las exportaciones.

Con respecto a los componentes del gasto agregado, el consumo privado se desaceleró fuertemente en abril y mayo, aunque en junio registró una ligera recuperación. Por su parte, el consumo de bienes duraderos ha registrado tasas anuales negativas durante tres trimestres consecutivos. La inversión y sus diversos componentes también muestran tendencias negativas desde mediados de 2018, mientras que las importaciones de bienes de capital han caído drásticamente a lo largo del año.

Como resultado de lo anterior, las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en 2019 continuaron disminuyendo en agosto. Con base en la información más reciente es posible prever que el crecimiento del PIB se ubicará con mayor probabilidad en un rango de 0.2 a 0.5 %. Por lo tanto, las condiciones de holgura en la economía mexicana se han ampliado de manera preocupante y el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja.

Como lo he mencionado reiteradamente, desde una perspectiva de mediano plazo preocupa la desaceleración secular del consumo privado que se ha registrado desde 2016, así como el estancamiento de la inversión privada en el mismo periodo. A la par de lo anterior, la tasa de interés y el costo del financiamiento a hogares y empresas han aumentado de manera constante, mientras que el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. En mi opinión, esto demuestra que no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés elevada por un periodo prolongado.

En este contexto, la cuenta corriente registró un superávit importante en el segundo trimestre del año. Una cuenta corriente positiva significa que el ahorro nacional superó a la inversión durante dicho periodo. Lo anterior no debería de sorprender en un contexto de políticas económicas –monetaria y fiscal— restrictivas. Por un lado, la política monetaria restrictiva incentiva el ahorro privado y desincentiva la inversión, mientras que, por el otro, una política fiscal restrictiva se traduce en un incremento del ahorro público, por lo que ambos canales se ven reflejados en un incremento del balance en cuenta corriente.

Un aspecto importante relacionado con este tema revela algo que podría significar el inicio de un cambio importante en la economía mexicana: el aumento salarial, las mayores remesas y los nuevos programas sociales están contribuyendo a incrementar las percepciones de las familias con menores ingresos. Esto a su vez parece estar teniendo un impacto en la estructura del gasto agregado, ya que se ha observado un aumento en el crecimiento del consumo de bienes de origen nacional, acompañado de una reducción en el crecimiento del consumo de productos de origen importado. Esto puede explicar parcialmente el mejoramiento en la balanza comercial observado recientemente.

Con respecto a la inflación en México, la observación anual en la primera quincena de septiembre se ubicó en 2.99 %, es decir, por debajo del objetivo del Banco de México y continuó con la tendencia a la baja que ha mostrado desde mediados de 2018. Por su parte, la inflación no subyacente disminuyó a solo 0.57 %.

La inflación subyacente aumentó en abril pasado a un nivel de 3.87 %, y desde entonces ha venido disminuyendo paulatinamente hasta ubicarse en 3.78 % en la primera quincena de septiembre. No obstante lo anterior, el promedio móvil de seis meses de sus variaciones mensuales anualizadas continúa a la baja y en agosto se ubicó en 3.33 %. De seguir este comportamiento, se anticipa que las variaciones anuales eventualmente reflejarán niveles similares.

De hecho, es posible anticipar que la inflación subyacente comenzará a disminuir a un mayor ritmo una vez que se hayan evaporado los efectos transitorios indirectos relacionados con choques a energéticos y alimentos. Tanto la inflación de mercancías alimenticias como la de servicios alimenticios vienen a la baja después de haber alcanzado puntos máximos hace algunos meses. Además, en la medida en que la inflación de energéticos permanezca baja debido a la nueva política de precios del gobierno federal, se irá generando una percepción de inflación baja y estable lo que seguramente repercutirá favorablemente en el proceso de formación de precios.

Por su parte, la evidencia disponible hasta ahora apunta a que los incrementos en el salario mínimo han tenido un impacto muy poco significativo sobre la inflación. Dan cuenta de ello una inflación general por debajo del objetivo del 3 % y el que la inflación en la zona fronteriza sea menor que el promedio nacional. Además, la inflación de servicios distintos a la vivienda y la educación que, en principio, podría verse afectada por el aumento en salarios, no está muy lejana de su promedio histórico si se excluye el comportamiento deflacionario atípico del sector de telecomunicaciones que se observó entre 2014 y 2016.

En lo que respecta al pronóstico de inflación general debe destacarse que la evolución de la inflación a lo largo del año ha sido mejor a lo pronosticado tanto por analistas como por el propio Instituto Central. A pesar de ello, tanto pronósticos como expectativas fueron modificados durante la burbuja inflacionaria de abril y mayo, la cual fue causada fundamentalmente por un efecto calendario. En el caso de los analistas, al observar la burbuja de abril estos modificaron sus expectativas de inflación a la alza a un nivel de 3.75 % para el cierre de 2019, pero en agosto dieron marcha atrás y la redujeron a solo 3.36 %. En el caso del Banco Central, el pronóstico para el cierre de 2019 se incrementó en el informe trimestral de mayo a 3.7 %, pero en agosto se redujo a solo 3.18 %, es decir, una disminución de 50 puntos base. En cualquier caso, tanto la expectativa como los pronósticos de inflación al cierre de 2019 están por debajo de lo que se anticipaba en el mejor de los escenarios planteados en informes trimestrales anteriores.

En cuanto a los riesgos inflacionarios, considero que estos han continuado disminuyendo. En relación con diciembre pasado, se tiene hoy en día una mejora importante en las condiciones financieras globales, los precios internacionales de las materias primas han registrado disminuciones y se espera que los precios de energéticos en México se mantengan estables. Además de ello, las condiciones de holgura se han incrementado sustancialmente y el balance de riesgos para el crecimiento continúa fuertemente sesgado a la baja.

Durante septiembre, los mercados financieros en México presentaron un comportamiento favorable, en línea con los acontecimientos globales anteriormente descritos, los cuales fueron apoyados por diversos factores internos. Como resultado, el peso se apreció ligeramente desde la última decisión de política monetaria, mientras que el mercado accionario tuvo una fuerte recuperación y subió alrededor de 8 % en el mismo periodo. Las tasas de interés mostraron volatilidad, pero recientemente han disminuido y se encuentran en los niveles más bajos del año. Por su parte, las primas de riesgo también disminuyeron en el periodo.

Cabe señalar que la evolución de los mercados se vio favorecida por diversos factores internos, entre los que destacaron el acuerdo del gobierno federal con las compañías que operan gasoductos, la operación de recompra de bonos y refinanciamiento de Pemex, así como por el Paquete Económico 2020, que mostró un compromiso con la disciplina fiscal y que fue bien recibido por los mercados. La operación financiera llevada a cabo por Pemex logró retirar presión financiera para los próximos años, lo que se vio reflejado en una reducción de la prima de riesgo de la empresa por alrededor de 90 puntos base.

En cuanto a los riesgos para los mercados nacionales, si bien persisten varios elementos de incertidumbre en el ámbito externo, las medidas adoptadas por los Bancos Centrales de las principales economías han contribuido a mitigar dichos riesgos. Asimismo, considero que la mayoría de los riesgos internos asociados a las políticas públicas se han ido disipando a lo largo del año, incluyendo los temas de disciplina fiscal y los asociados a Pemex. El riesgo más importante en este momento para dichos mercados es, en mi opinión, tanto el bajo crecimiento económico como el mantenimiento de una política monetaria demasiado restrictiva.

Tomando en consideración que la inflación está ya por debajo del objetivo del 3 %, el relajamiento de las condiciones monetarias globales, el estancamiento de la actividad económica y la posibilidad de gestación de desequilibrios indeseables, mi postura es a favor de reducir en 50 puntos base la tasa de interés interbancaria a un día. En mi opinión, esta postura es consistente con la convergencia de la inflación a su meta en el periodo de tiempo en el que opera la política monetaria.

Ahora bien, cabe preguntarse lo siguiente: ¿por qué reducir la tasa de interés en 50 puntos base y no solo en 25? Por varias razones. En primer lugar, porque reducir la tasa en solo 25 puntos puede dar la impresión -errónea, sin duda alguna- de que el Banco de México solo está siguiendo de forma mecánica a la Reserva Federal en su proceso de relajamiento monetario. Y si bien este es un factor a tener en cuenta, esto no puede ser, ni mucho menos, el único elemento a considerar en una decisión de esta naturaleza. De hecho, considero que precisamente por eso sería deseable mandar la señal opuesta, la de un Banco Central que actúa de manera independiente y que responde de manera preponderante a una mejoría en las circunstancias internas.

En segundo lugar, porque las condiciones actuales permiten un mayor relajamiento en México que en otras economías tanto avanzadas como emergentes, algunas de las cuales se encuentran limitadas en su margen de maniobra por tener tasas de interés que ya son de por sí demasiado bajas.

En tercer lugar, porque las condiciones internas en México han mostrado un cambio significativo en el último año. Cabe recordar que en septiembre de 2018 la tasa de inflación general fue de 5.02 %, mientras que la observada durante la primera quincena de septiembre de 2019 fue de solo 2.99 %, lo cual implica una reducción de poco más de 200 puntos base en la tasa de inflación. Este cambio en el panorama inflacionario del país se ha combinado con otros tres cambios fundamentales que han ocurrido de entonces a la fecha. Primero, la notable desaceleración de la economía mexicana en el último año. Segundo, el cambio radical en las perspectivas de política monetaria de los países avanzados, la cual, en aquel entonces se consideraba que podría apretarse y que, en los últimos meses, ha comenzado más bien a relajarse de manera generalizada. Finalmente, una resolución satisfactoria de algunas incertidumbres que se tenían en aquel entonces sobre todo en lo relativo a la situación fiscal que prevalecería en el país en el contexto de una nueva administración.

Sorprendentemente, si la tasa de interés en México se ajustara a la baja en solo 25 puntos base eso apenas serviría para regresar a la tasa que se tenía en septiembre de 2018 de 7.75 %, lo cual implicaría que la posición monetaria en el país apenas si se habría mantenido constante, a pesar de que ahora se cuenta con un contexto económico nacional e internacional completamente diferente. Por ello, reducir la tasa de interés únicamente al nivel de 7.75 % significaría hacer caso omiso del cambio en las condiciones económicas ocurrido recientemente.

Para terminar, vale la pena reiterar que no se debe soslayar la importancia de una comunicación adecuada por parte del Banco Central. En mi opinión, el tono del comunicado debería resaltar la disminución sustancial a lo largo del año tanto de la inflación como de sus riesgos, así como el hecho de que ha estado reiteradamente por debajo tanto de las expectativas como de los pronósticos. Esto mandaría un mensaje de certidumbre y confianza, confirmando que el Banco Central tiene la inflación bajo control y que puede relajar su postura monetaria buscando que la inflación se mantenga en su meta con los menores costos posibles para la economía nacional.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

La inflación general alcanzó el objetivo puntual de 3 % en la primera quincena de septiembre, mientras que la actividad económica sigue mostrando claras señales de estancamiento. Aunque persisten riesgos de índole internos y externos que pudieran introducir nuevas presiones inflacionarias, estos se presentan ahora con menos intensidad comparada con los meses anteriores y no necesariamente se ubican en niveles por encima de otros episodios que hemos enfrentado en el pasado.

De hecho, la continua ampliación de la brecha negativa del producto por debajo de lo anticipado, en conjunto a una dinámica favorable de los precios agropecuarios, sugiere un balance de riesgos para la inflación sesgado a la baja. Lo anterior sugiere que es probable que la inflación al cierre del año se situé por debajo de las proyecciones que se presentaron en el último informe trimestral del Banco de México. No obstante, permanece una situación particular que es la persistencia de la inflación subyacente alrededor de 3.8 %. No

podemos confiar que cumplimos nuestro objetivo de 3 % mediante una tasa del componente volátil, no subyacente, históricamente baja. Para asegurar que la tasa general permanezca alrededor de 3 %, tenemos que asegurar la convergencia de la tasa subyacente al mismo nivel. Si bien esta no se ubica muy lejos del objetivo de 3 %, resulta esencial mantener una postura monetaria prudente hasta alcanzar claramente nuestro mandato en forma más sólida.

Ante esta situación, si bien es necesario mantener una postura restrictiva, la pregunta es si amerita una tasa de política monetaria tan elevada como la actual, al grado de que representa en términos absolutos y relativos la posición más restrictiva que ha mantenido el Banco en los últimos diez años, desde que existe el actual esquema operacional de objetivos para la tasa de fondeo interbancario a un día. La posición actual está, incluso, por arriba de periodos en que enfrentábamos una inflación más elevada, con bastante incertidumbre y mayores riesgos. En la coyuntura actual hay un amplio espacio para reducir la tasa de política monetaria y aun así conservar su carácter restrictivo debido a las siguientes razones: la brecha de producto negativo que sigue ampliándose; una desviación menor de la inflación respecto a su objetivo; una reducción de la aversión al riesgo en el contexto global, y la continuación de la política monetaria acomodaticia en algunas economías avanzadas y emergentes. En otras palabras, habrá que mantener nuestra postura restrictiva, pero no tan restrictiva como la presente y las circunstancias actuales nos dan una ventana de oportunidad para realizar este ajuste. Por lo mismo, estoy a favor de reducir el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día en 50 puntos base.

En términos absolutos, 7.5 % representa una tasa aún muy por arriba del techo de la zona neutral ajustada por riesgo, la cual podemos ubicar alrededor de 7 %. Cabe señalar que el componente real de esta tasa neutral, la tasa natural, es el nivel de la tasa real que es consistente con el producto situado en su nivel potencial y la inflación en su objetivo. Sin embargo, habría que considerar que la economía nacional se encuentra lejos de su potencial, por lo que una tasa de referencia consistente con la coyuntura sería menor al nivel de la tasa natural estimada. Por lo mismo, habría que considerar que la postura monetaria actual es aún más restrictiva considerando la posición cíclica de la economía. Esto nos lleva a una situación en la que existe un amplio margen para reducir la tasa de política monetaria. Al respecto, habría que añadir que el diferencial actual entre la tasa objetivo de política monetaria y la inflación observada en México, no es solo el más amplio de las economías emergentes comparables, sino que además resulta ser prácticamente el doble de Rusia, país que ocupa el segundo lugar dentro de este grupo de economías y que lleva 75 puntos base de reducción en lo que va del año.

Al mismo tiempo, aún con una disminución de 50 puntos base, en términos relativos tendríamos un diferencial con Estados Unidos de 550 puntos base, que se ubicaría todavía muy por encima de prácticamente todos los países emergentes relevantes para nuestra clase de activos. Solo nos superaría Turquía, país que actualmente sufre una tasa de inflación de 15 %. Por lo mismo, el *carry-trade*, que muchos consideran necesario mantener ante los riesgos que enfrentamos, seguiría siendo de los más elevados dentro de este grupo de países.

Dado que la Reserva Federal disminuyó su rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base la semana pasada, este diferencial aumentó temporalmente a 600 puntos base. Una reducción de 25 puntos base en nuestro objetivo para la tasa de fondeo interbancario a un día, solo revertiría el diferencial a los mismos 575 puntos base que hemos mantenido desde principios de 2017. Esto dejaría la postura monetaria relativa en su máximo histórico, a pesar de que nuestra inflación se ubica en su objetivo puntual;la economía se encuentra estancada; sigue ampliándose la brecha negativa del producto, y los riesgos globales han disminuido. Por todo esto, es necesario una reducción en la tasa de política monetaria de 50 puntos base.

Queda claro que existen numerosos riesgos en el camino que nos hacen ver que en la trayectoria hacia adelante se tiene que proceder con cautela y en función de la información disponible. Por lo pronto, tenemos que cambiar la postura de altamente restrictiva a una menos restrictiva, en función de la evolución de la actividad económica, la propia inflación y los riesgos latentes. La velocidad de este cambio tendrá que

ponderar los riesgos relativos a la persistencia de la inflación subyacente, el tipo de cambio, las finanzas públicas, las calificaciones soberanas y de Pemex, y los riesgos externos de distinta índole, como la aprobación del T-MEC, *Brexit*, las disputas comerciales y los conflictos geopolíticos.

El primero de estos riesgos y el más importante es que la inflación subyacente no se mantenga en la trayectoria consistente con el objetivo. En particular, las presiones salariales podrían subsistir a pesar del estancamiento económico. Otro riesgo es la posibilidad de que el tipo de cambio se deprecie más de lo previsto y ejerza presiones sobre los precios mediante un mayor traspaso de lo que hemos observado hasta ahora.

No obstante, permanece todavía el riesgo de que la actividad económica siga estancada, o incluso, se deteriore aún más, empujando a la economía hacia una recesión. Los indicadores coincidentes que produce el Inegi para marcar la trayectoria del ciclo económico todavía nos dicen que debemos mantenernos en modo de *recession watch*. Por lo pronto, permanecen intactos todos los indicadores de holgura y sigue ampliándose la brecha de producto negativa, lo cual acentúa la probabilidad de que la convergencia hacia el objetivo de inflación no solo se cumpla antes de lo previsto, sino que nos ubiquemos por debajo de lo anticipado. Desde la decisión de política monetaria anterior sabíamos que la actividad económica ha crecido tan solo 0.02 % promedio en los últimos cinco trimestres. Ahora ya conocemos que los componentes del PIB por el lado del gasto muestran que la inversión privada hila cinco trimestres consecutivos a la baja, al igual que el gasto público, mientras que el consumo de los hogares muestra una desaceleración significativa. Nos hemos escapado de una recesión solo porque un componente, las exportaciones, mantiene cierto dinamismo.

La falta de inversión se ha vuelto uno de los problemas más preocupantes, a tal grado de que empiezan a vislumbrarse efectos adversos incluso en la balanza de pagos. Fueron muchos factores que explican el superávit en la cuenta corriente de 0.5 % del PIB en el segundo trimestre, pero el más significativo fue la disminución en la importación de bienes de capital. Vale la pena mencionar que aunque esta es apenas la sexta vez en que hemos experimentado un superávit en un trimestre desde 1995, en esta ocasión fue visiblemente superior a cualquier otra, incluso aquellos que se registraron en tiempos de crisis económica. Es tan baja la inversión fija bruta, que ya ni siquiera necesitamos ahorro externo para su financiamiento.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Durante el tercer trimestre del año, la economía mundial siguió con la tendencia de debilitamiento generalizado, provocando con ello una nueva oleada de recortes en las expectativas del desempeño económico global para 2019 y 2020 y reavivando los temores de una posible recesión global en los meses por venir.

En particular, durante las últimas semanas, la aparente evolución favorable de algunos acontecimientos clave, como la disposición de alcanzar un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, la mayor posibilidad de una resolución favorable del Brexit y la conformación de un nuevo gobierno en Italia, había permitido disipar la volatilidad en los mercados financieros y aumentar el apetito por riesgo. No obstante, el espiral ascendente de inestabilidad política en Asia y en Medio Oriente y la probable reactivación de los conflictos comerciales constituyen fuentes recurrentes de incertidumbre para el crecimiento económico en el futuro inmediato.

Ante este contexto complejo, las presiones inflacionarias permanecen débiles, la inflación general y sus expectativas se mantienen acotadas y por debajo de las metas de los bancos centrales. Ante la debilidad económica y baja inflación, la mayoría de los bancos centrales del mundo han adoptado una postura más acomodaticia en sus recientes decisiones de política monetaria, al tiempo que algunos gobiernos han favorecido la aplicación de mayores estímulos fiscales, especialmente de los países asiáticos.

En el caso de la zona del euro, el Banco Central anunció en su última decisión de política monetaria un paquete de estímulo monetario mayor al esperado que busca hacer frente a la desaceleración económica. Redujo la tasa de depósitos al nivel mínimo histórico, mientras que mantuvo sin cambio las tasas de refinanciamiento.

Entre diversas medidas no convencionales, reinició el programa de compra de activos por un monto mensual de 20 mil millones de euros que entrará en vigor en noviembre de este año, sin fecha de terminación definida. Adicionalmente, hizo explícito el compromiso de mantener las tasas de referencia en los niveles actuales o incluso más bajos hasta que la inflación converja de forma sostenida a la meta del 2 % y no hasta la primera mitad del 2020 como había anunciado en sus comunicados previos.

Al respecto, han surgido voces de crítica sobre la efectividad y el alcance de este tipo de medidas ya que, por principio de neutralidad, las variables monetarias tienen un efecto limitado en magnitud y en la duración sobre la evolución de las variables reales de la economía, por lo que los resultados no son sostenibles en el mediano y largo plazos; ante los niveles incluso ya negativos de las tasas de interés en ciertos países, estas medidas representan un riesgo para la estabilidad del sistema financiero, al inducir mayores distorsiones y propiciar una trampa de liquidez y, finalmente, no atienden las barreras estructurales inherentes que limitan el impulso de la economía, como lo son la competitividad, la innovación, la certeza jurídica, los derechos de propiedad, entre otros.

Por otra parte, en un tono menos acomodaticio al previsto por el mercado, la Reserva Federal de los Estados Unidos recortó la tasa de los fondos federales por segunda vez consecutiva en el año, para dejarla en un rango de 1.75 a 2 %. Al igual que en el comunicado previo, enfatizó que dicho recorte responde, de forma preventiva, al cambio en el escenario mundial de crecimiento y al posible endurecimiento de las condiciones financieras, no obstante la fortaleza de su economía y una inflación que se ubica en el objetivo simétrico. Derivado de lo anterior, la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité de Mercado Abierto no indica ajustes adicionales a la tasa de referencia para este año ni el entrante, aunque dicho instituto central dejó abierta la posibilidad de recortes en caso de ser requerido.

En suma, se observa un continuo deterioro en el panorama del crecimiento económico y de la inflación a nivel mundial, al tiempo que se amplía el sesgo a la baja para ambas variables. Asimismo, en el futuro próximo se prevé una postura más acomodaticia por parte de los bancos centrales alrededor del mundo y se mantiene la expectativa de alta volatilidad y de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales.

En México, con la información disponible para el tercer trimestre, se estima una recuperación respecto al trimestre anterior en la actividad económica, aunque persisten señales mixtas.

Por el lado de la demanda, las exportaciones manufactureras han presentado un mayor dinamismo explicado por la actividad económica estadounidense, mientras se prevé que el consumo privado muestre cierta recuperación apoyado por las remesas. No obstante, se espera que la inversión pública y privada continúe mostrando una trayectoria a la baja, principalmente en construcción y de maquinaria y equipo importado.

Por el lado de la oferta, destaca que la producción industrial mantiene su tendencia negativa, principalmente en la minería y la construcción.

Bajo este panorama, si bien las condiciones de holgura continúan en terreno negativo, se espera que el relajamiento sea menor al anticipado previamente.

En esta línea, los pronósticos de crecimiento del Banco se revisaron marginalmente a 0.4 de 0.5 % para 2019 y a 2.1 de 2 % para 2020. Cabe señalar que ellos están sujetos a importantes riesgos externos e internos, cuyo balance mantiene un sesgo a la baja.

Por su parte, desde nuestra última reunión, los activos financieros mexicanos presentaron un comportamiento volátil que se acentuó por el deterioro en las condiciones de operación durante algunas sesiones. Así, el peso se apreció ligeramente, en 0.65 %. Actualmente cotiza en alrededor de 19.50 pesos por dólar, sin embargo, durante el periodo llegó a ubicarse en 20.25. Las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron disminuciones importantes principalmente en la parte corta y media de la curva. El mercado accionario se recuperó al presentar ganancias por casi 8 %, con lo cual destaca por su desempeño positivo entre las economías emergentes. Respecto al flujo proveniente de inversionistas extranjeros, destaca que en instrumentos de renta fija continuó la tendencia negativa, no obstante, la posición mantiene un saldo similar al visto en años previos. Por su parte, en renta variable la entrada neta se mantuvo.

Por lo que se refiere a la inflación general, entre julio y la primera quincena de septiembre, esta presentó una disminución importante al pasar de 3.78 a 2.99 %, derivado principalmente del movimiento en la inflación no subyacente, la cual pasó de 3.64 a 0.57 %. Por su parte, la inflación subyacente tuvo apenas un movimiento de cuatro centésimas, al pasar de 3.82 a 3.78 %.

Por lo anterior, resulta prematuro concluir que la inflación subyacente ha retomado una trayectoria descendente. Más aún, en su interior hay componentes como las mercancías alimenticias y los servicios que se mantienen en niveles elevados e incluso algunas de sus subcategorías, como servicios de alimentación, transporte y de esparcimiento, se ubican alrededor de 4.5 %.

Hasta ahora la inflación general se ha reducido por factores exógenos en el componente no subyacente que han impactado en los precios de los energéticos y de algunos productos agropecuarios. No obstante, existe la posibilidad de que en el próximo año la dinámica se revierta y los precios repunten a sus niveles históricos.

En cuanto a las expectativas para la inflación general, estas disminuyeron para este y el próximo año, mientras que para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.5 %.

Por su parte, los pronósticos del Banco para la inflación general se ajustaron ligeramente a la baja para los siguientes trimestres y la convergencia a la meta se aplazó al cuarto trimestre de 2020. Asimismo, los pronósticos para la inflación subyacente se revisaron ligeramente al alza en el corto plazo. Ello, aunado al comportamiento claramente atípico del componente no subyacente, sugiere que este panorama benigno de inflación está sujeto a una elevada incertidumbre.

Por lo anterior, resulta difícil calibrar el balance de riesgos. En favor de la menor inflación aparece la mayor holgura de la economía, mientras que en dirección opuesta opera el riesgo de depreciación cambiaria, la persistencia en la inflación subyacente y la posible reversión de la inflación no subyacente hacia sus niveles históricos.

Asimismo, persisten algunas fuentes internas de incertidumbre y de política macroeconómica que requieren de un análisis más profundo y seguimiento puntual. Entre ellas destacan las siguientes:

El Paquete Económico para 2020. El Documento presentado el 8 de septiembre pasado al Congreso de la Unión cuenta con un marco macroeconómico prudente que en lo general fue bien recibido por los agentes económicos. Sin embargo, la mayoría de analistas han cuestionado la factibilidad de algunos de sus supuestos, principalmente la meta de producción petrolera y el aumento previsto en los ingresos fiscales. Lo anterior debido a la posibilidad de una menor lectura en la plataforma petrolera, derivado del nivel relativamente bajo de inversión prevista para la recuperación de reservas de Pemex, así como de la cancelación de la participación privada en nuevos desarrollos que permitan expandir la producción de crudo en el periodo 2022-2025. En cuanto a los ingresos, estos también se encuentran sujetos a un balance de riesgos sesgado a la baja debido a las previsiones de una mayor desaceleración de la economía global y nacional.

El desarrollo de Pemex en el mediano plazo. El paquete de apoyos fiscales a Pemex y las medidas financieras recientemente anunciadas para fortalecer su perfil financiero son esfuerzos en la dirección correcta que se han traducido en una recuperación marginal en el valor de los instrumentos de deuda y una disminución en la prima de incumplimiento crediticio (CDS) de la empresa productiva del Estado. No obstante, la mayoría de los analistas coinciden en que estas medidas representan únicamente un alivio de corto plazo ya que no resuelven los problemas estructurales de la empresa. En este sentido, Pemex se mantiene como el principal factor de riesgo interno dada su permanente dependencia del apoyo financiero del Gobierno Federal.

Riesgos de las finanzas públicas. Durante este año y el próximo prevalecerá una exacerbada presión sobre las finanzas públicas debido a mayor gasto derivado de la ayuda financiera a Pemex y a otros rubros como las crecientes pensiones, al tiempo que los ingresos podrían resultar menores a los estimados, como consecuencia de un menor crecimiento, del alivio fiscal otorgado a Pemex y una menor plataforma petrolera. Lo anterior representa un desafío, dado que los faltantes de recursos deberán ser compensados con mayores recortes en el gasto, una mayor capacidad recaudatoria y, probablemente, con un uso mayor de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP); ello podría traducirse en una presión futura para la estabilidad de las finanzas públicas, ya que se agotará parte de la reserva para hacer frente a posibles choques futuros.

Acciones de las calificadoras. Como ya he mencionado, las revisiones a la perspectiva y a la calificación de Pemex y del soberano, aunado a algunos factores de incertidumbre han tenido un impacto negativo que los ha llevado a que hoy coticen incluso en niveles por encima de otros emisores con menores calificaciones crediticias. Si bien la expectativa de acciones adicionales por parte de las agencias calificadoras se ha retrasado momentáneamente, la materialización de dicho riesgo se mantiene vigente y podría ocurrir durante el próximo año, lo que impactaría a los mercados y reduciría la capacidad de financiamiento de la economía. Al respecto, los instrumentos financieros continúan descontando estas medidas aunque ello no descarta que su materialización detone ventas forzadas que podrían propiciar ajustes desordenados en los mercados financieros.

Incertidumbre por políticas públicas. Algunas decisiones como la cancelación del NAIM, la suspensión de las rondas de *farmouts* o la revisión de contratos otorgados al sector privado para la provisión de gas natural han minado de forma significativa la confianza de los agentes económicos y siguen constituyendo fuentes de incertidumbre para la inversión privada en el país.

El entorno externo no ha cambiado en lo sustantivo desde nuestra pasada reunión de política monetaria. La desaceleración económica global ha propiciado posturas monetarias más laxas e incluso, en algunos países, han sido acompañadas de medidas no convencionales. Destaca en particular la Reserva Federal, que redujo por segunda ocasión el rango objetivo de su tasa de referencia, aun considerando que su economía se encuentra en pleno empleo y la inflación en un nivel muy cercano a su meta. Precisamente por ello, en sus últimas proyecciones el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) no anticipó recortes adicionales para este año y el entrante.

Asimismo, en lo interno, las perspectivas para la economía mexicana son virtualmente las mismas que comentamos hace seis semanas. La economía se encuentra en una fase de estancamiento, influida en gran medida por la debilidad de la inversión y, más recientemente, por la desaceleración en el ritmo de expansión del consumo, que en el margen muestra algunos signos de recuperación. Las exportaciones manufactureras han sido el único sector con buen desempeño.

Por su parte, la inflación general ha continuado disminuyendo, pero su evolución futura se encuentra sujeta a riesgos sustantivos que no debemos ignorar, a saber, la disminución se explica casi en su totalidad por la caída de la inflación no subyacente, que se ubica en niveles significativamente menores a sus niveles

históricos, por lo que solo es cuestión de tiempo para que sufra una fuerte corrección, y la inflación subyacente persiste en niveles elevados que no son consistentes con la meta del 3 %.

Ahora bien, las nuevas proyecciones del staff del Banco de México confirman la expectativa de una trayectoria decreciente para la inflación subyacente que, en gran medida, responde a la holgura en la economía, así como al desvanecimiento de los efectos ocasionados por choques en precios de energéticos y ajustes cambiarios. No obstante, dichas estimaciones están sujetas a importantes riesgos.

A pesar de la holgura, la inflación subyacente puede permanecer por un tiempo prolongado en niveles elevados, debido a que se encuentran en operación diversas presiones no relacionadas con el ciclo económico, como los aumentos del salario mínimo.

Si bien en el margen el mercado laboral ha registrado un debilitamiento, asociado en parte a la posición cíclica de la economía, ello no presenta una situación de holgura, como lo sugieren algunos indicadores como la tasa de desempleo, que se encuentre todavía por debajo de la Nairu.

Además, la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados abonaría a que sigan aumentando sus expectativas de mediano plazo, y que las expectativas de la inflación general sigan estancadas arriba de la meta, lo que dificultaría la convergencia en los tiempos previstos.

Asimismo, el riesgo de que se presenten eventos de volatilidad y presiones al tipo de cambio no ha menguado. Más aún, en el entorno actual, múltiples factores pueden detonar tales sucesos, entre los que destacan la pérdida de grado de inversión de Pemex por parte de una segunda calificadora; un deterioro de las finanzas públicas, en particular por menores ingresos, y una revisión de la calificación de la deuda soberana, así como un nuevo deterioro de la relación entre México y sus socios comerciales de América del Norte, ya sea por un retraso en la aprobación del T-MEC o el resurgimiento de amenazas arancelarias.

Ante esa situación, es relevante recordar que si bien existe evidencia empírica de que el efecto traspaso del tipo de cambio es pequeño, la inflación en el corto plazo y sus expectativas son significativamente sensibles a variaciones abruptas en la paridad cambiaria, como lo ilustran los ejercicios de simulación del *staff* del Banco de México.

Así, tomando en cuenta la evolución del entorno económico externo e interno, las nuevas proyecciones del staff y los elevados riesgos a los que se encuentran sujetas dichas estimaciones, mi intención de voto es en favor de disminuir en esta ocasión la tasa de interés interbancaria a un día en 25 puntos base para llegar al nivel de 7.75 %.

Considero que el nuevo nivel de la tasa de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, ya que permite disminuir el nivel de restricción de la política monetaria para facilitar la convergencia eficiente de la inflación hacia la meta de inflación de 3 %; mantener la posición monetaria relativa a fin de evitar ampliar innecesariamente el diferencial de las tasas de corto plazo entre los instrumentos denominados en pesos y en dólares, así como actuar con prudencia y gradualidad en un entorno de elevada incertidumbre que permita a este Instituto Central responder oportunamente ante cambios en las condiciones que enfrenta la economía.

Asimismo, considero que debemos comunicar con claridad 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.

En suma, el comunicado debe reflejar que la Junta de Gobierno estima que la presente decisión es prudente y consistente con el objetivo de inflación de 3 % y que la situación actual, caracterizada simultáneamente por debilidad económica y persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados en un entorno de incertidumbre, exige dar seguimiento puntual a nueva información. Ello, con el fin de actualizar

oportunamente el balance de riesgos y los pronósticos de inflación y estar en posibilidad de actuar acertadamente para dar cumplimiento eficaz a nuestro mandato y preservar la confianza ganada durante veinticinco años de autonomía.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

El ritmo de la actividad global, tanto en economías avanzadas como emergentes, parece haberse desacelerado durante el tercer trimestre de 2019. Además, la evolución de la economía internacional durante los próximos meses se encuentra sujeta a un elevado nivel de incertidumbre. Así, las proyecciones de crecimiento para este año y el siguiente presentan nuevas revisiones a la baja, con lo que el dinamismo de la actividad mundial presentaría en 2019 los menores niveles de la última década.

Destaca el continuo debilitamiento de la producción manufacturera global que, tras haber registrado el mes pasado el menor ritmo de expansión a tasa anual en casi 7 años, sigue sin mostrar indicios de recuperación. Asimismo, no puede descartarse el riesgo de que la debilidad en el sector de bienes sea traspasada al de servicios.

En este contexto, las tasas de inflación, tanto en economías avanzadas como emergentes, han registrado nuevas bajas. Si bien en lo anterior han influido factores que podrían caracterizarse como transitorios, tales como reducciones de los precios de la energía y los alimentos, cabe destacar la sostenida tendencia descendente de la inflación subyacente en las economías emergentes, así como las bajas lecturas de este indicador en las avanzadas. Asimismo, la ausencia de presiones salariales de significancia aun en condiciones de mercados laborales apretados, aunada a la perspectiva de lasitud en el ritmo de la actividad, abonan a la prevalencia de expectativas de inflación, particularmente en las economías avanzadas, en niveles contenidos y, en la mayoría de los casos, por debajo de los objetivos fijados por sus respectivos bancos centrales.

De esta manera, sigue observándose un relajamiento generalizado de las posturas de política monetaria. Destaca el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, que en su más reciente reunión, y por segunda ocasión consecutiva, decidió reducir en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, al tiempo que señaló la intención de evaluar la necesidad de reiniciar la expansión de su hoja de balance. Si bien dicho recorte estuvo en línea con lo anticipado por el mercado, ese no fue el caso de las proyecciones del Instituto Central, al apuntar estas al mantenimiento de la tasa de referencia en los niveles actuales al menos hasta el cierre del próximo año.

El Banco Central Europeo también hizo lo propio a través de una diversidad de medidas, incluyendo un recorte marginal de la tasa de depósitos, el reinicio de la compra de activos a partir de noviembre próximo y por tiempo no predeterminado, así como una nueva ronda de operaciones de financiamiento a largo plazo para los bancos de su jurisdicción. Por su parte, el Banco de Japón anunció recientemente su disposición a proveer estímulo adicional en caso de que la economía pierda el impulso necesario para llevar la tasa de inflación al objetivo, mientras que el Banco de Inglaterra reiteró que su política monetaria se ajustará en el sentido que sea necesario conforme las circunstancias lo requieran.

La evolución de la actividad económica y los precios antes señalada, ha facilitado que la tendencia hacia políticas monetarias más laxas también se esté presentando en un número importante de economías emergentes.

Naturalmente, este entorno ha contribuido a un relajamiento de las condiciones financieras globales, aunque no de la magnitud y alcance de episodios anteriores en virtud del sentimiento de cautela y aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Si bien el comportamiento de estos ha sido, en general, estable y su ajuste ordenado, se han presentado episodios de volatilidad, en buena medida como resultado de la incertidumbre que se desprende de tensiones en distintos frentes.

En materia comercial, persiste el conflicto entre Estados Unidos y China para el que, no obstante la declarada disposición de ambos países a negociar, no se vislumbra aún una resolución próxima. En el plano geopolítico, el riesgo de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea parece haber disminuido, pero no ha desaparecido. Además, se ha generado una situación de inestabilidad en el Medio Oriente, que ha tenido implicaciones importantes para las cotizaciones internacionales del petróleo y otros energéticos. Adicionalmente, la posibilidad de una desaceleración más pronunciada de lo previsto en algunas economías clave, como la china, continúa latente, al tiempo que el riesgo de sorpresas o de efectos no deseados de las acciones de política monetaria en las economías avanzadas no puede descartarse.

En vista de estos y otros retos que aún penden sobre la economía global, es indispensable tener presente que el riesgo para las economías emergentes de periodos de astringencia y volatilidad financiera se mantiene. Si bien en las últimas semanas parece haberse detenido el episodio reciente de salidas de capital de estas economías, existe la posibilidad de una nueva reversión de dichos flujos ante la materialización de escenarios como los señalados, con potenciales implicaciones para los precios de sus activos y sus sistemas financieros.

En México, después del estancamiento observado en el segundo trimestre de este año, se espera cierta mejora de la actividad económica en el periodo julio-septiembre. Se cuenta con muy poca información en este momento para evaluar la evolución de la economía en este lapso. Por el lado de la oferta, cabe destacar la continua contracción de la producción industrial, si bien acompañada de una tendencia al alza de la manufacturera, y evidencia que apunta a un crecimiento moderado del sector servicios. Por el lado de la demanda, las exportaciones de manufacturas siguen mostrando una trayectoria positiva y los indicadores oportunos sugieren que el consumo privado podría estar expandiéndose en el margen.

Por otra parte, varios factores apoyan la expectativa de un mayor crecimiento económico en los próximos meses. La masa salarial y el crecimiento de las remesas de trabajadores en el exterior deberían continuar apuntalando al consumo privado. Por su parte, la composición sectorial de la evolución de la producción manufacturera en Estados Unidos, combinada con los márgenes abiertos a los productos mexicanos por el conflicto comercial entre ese país y China, estimularían la expansión de las exportaciones de nuestro país al mercado estadounidense. A lo anterior habría que agregar la anticipada recuperación del gasto público, después del subejercicio registrado durante el primer semestre del año.

No obstante la expectativa de una mejora del ritmo de crecimiento económico en el segundo semestre de 2019, que se espera continúe durante 2020, la economía mantendría una situación de debilidad, proyectándose una brecha negativa del producto para ese lapso. Me parece importante además subrayar que lo anterior vendría acompañado de una atonía de la inversión, por lo que no se anticipa que el comportamiento de esta variable en el periodo señalado permita revertir la tendencia negativa que esta ha venido mostrando en meses recientes. Al respecto, es fundamental tener presentes los determinantes de la debilidad de la inversión. Información de encuestas a analistas y empresarios indican que los principales factores se relacionan con problemas e incertidumbre y gobernanza y no con la política monetaria, a la que le asignan un papel poco importante.

En un entorno de debilitamiento de la actividad económica mundial y niveles elevados de incertidumbre tanto por factores externos como internos, el escenario descrito mantiene un sesgo a la baja, evidente por ejemplo al comparar la mediana de las proyecciones de los analistas y las del Banco de México respecto del crecimiento del PIB para 2020.

El mercado laboral ha seguido debilitándose, lo que se ha reflejado en especial en el comportamiento del empleo formal. En agosto de este año, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS registró un aumento anual de 343 mil plazas, que se compara con una cifra equivalente de 750 mil plazas en el mismo mes del año previo. De manera simultánea, se han observado aumentos de la tasa de desempleo, la ocupación en el sector informal y la subocupación.

Naturalmente, la debilidad del mercado laboral ha sido influida por la desaceleración de la actividad económica. El comportamiento de los costos laborales unitarios puede ser otro de los factores explicativos. Esta variable ha mostrado recientemente alzas, tanto en el margen como a tasa anual. De hecho, el ritmo de crecimiento anual de dichos costos se ha acelerado en promedio durante los últimos tres trimestres, principalmente como resultado del efecto simultáneo de contracciones de la productividad de la mano de obra y aumentos de las remuneraciones medias en términos reales.

En el caso de la inflación, las cifras más recientes muestran tendencias contrastantes. La inflación general ha disminuido más rápido de lo previsto, y a la primera quincena de septiembre se ubica en línea con la meta de 3 %. Sin embargo, este comportamiento continúa siendo determinado por el componente no subyacente.

En su más reciente lectura, la inflación no subyacente se ubicó en 0.57 % anual, la cifra más baja desde que se tienen registros. Lo anterior ha obedecido a choques de oferta favorables sobre los precios de algunos alimentos y los energéticos. Al respecto, cabe señalar que en la actualidad tanto los precios de las frutas y verduras como los de los energéticos muestran tasas de crecimiento anual negativas. Las cotizaciones de estos productos están sujetas a una elevada volatilidad. Por tanto, sería equivocado suponer que van a seguir observándose registros tan bajos por mucho tiempo, inclusive tomando en cuenta la política de precios para la gasolina que ha implementado la actual administración.

En virtud de lo anterior, el análisis de las presiones inflacionarias no debe basarse exclusivamente en la evolución del índice general. Como resultado de la elevada volatilidad del componente no subyacente, bajo las circunstancias actuales el referido índice puede dar una visión parcial e inclusive errónea de la tendencia de la inflación. Es por ello que resulta indispensable considerar al mismo tiempo la información provista por la inflación subyacente. Esta se ha mantenido relativamente estable en niveles superiores a 3 % durante más de 17 meses, por encima de la trayectoria prevista por el Banco Central, y registrando en la primera quincena de septiembre una cifra de 3.8 %. Lo anterior es resultado principalmente de la evolución de los precios de las mercancías alimenticias y los servicios, y las presiones no se encuentran concentradas en pocos productos, como lo muestra su media truncada.

Se espera que la inflación subyacente descienda en los próximos meses, ante el impacto de la desaceleración de la actividad económica y al deshacerse algunos de los choques de oferta que la habían afectado en meses previos. De esta forma, continúa anticipándose que tanto la inflación general como la subyacente converjan a la meta de 3 % en el segundo semestre de 2020.

Esta trayectoria está sujeta a riesgos en ambas direcciones. Considero que el más importante entre los riesgos al alza se deriva del comportamiento del tipo de cambio, tomando en cuenta la importante incertidumbre de origen tanto interno como externo que enfrenta la economía. Al respecto, cabe recordar que el traspaso del tipo de cambio a los precios es bajo, pero no cero. Se estima que el efecto acumulado en un año de una depreciación de 10 % del peso implica un impacto de alrededor de 40 puntos base en la inflación.

El comportamiento de los salarios constituye otro riesgo al alza para los precios en México. Como ya se mencionó, se observan en la actualidad presiones de este origen en la economía y la perspectiva de los ajustes salariales para el año entrante es todavía incierta. A lo anterior cabe agregar el potencial de choques por el lado de los precios de los energéticos o los productos agropecuarios, el impacto del aumento al impuesto a las bebidas saborizadas y a los cigarrillos contemplado en la propuesta de presupuesto para 2020 y las implicaciones de un potencial debilitamiento de las finanzas públicas.

En sentido opuesto, está por verse en qué medida la lasitud de la actividad económica contiene las presiones sobre los precios, sobre todo tomando en cuenta los anteriormente señalados riesgos a la baja para el crecimiento de la economía. Asimismo, la ratificación del acuerdo comercial de América del Norte podría incidir favorablemente en los precios si conduce a un fortalecimiento del tipo de cambio del peso, aunque

los recientes acontecimientos en Estados Unidos podrían afectar el calendario para su consideración por el Congreso estadounidense.

Si bien es difícil hacer un balance de riesgos en un entorno tan incierto, en mi opinión este mantiene un sesgo al alza.

La trayectoria de los mercados financieros en México desde la última decisión de política monetaria se ha caracterizado por fluctuaciones importantes del tipo de cambio y ajustes a la baja de las tasas de interés. El comportamiento del primero estuvo determinado fundamentalmente por factores externos, destacando la incertidumbre derivada del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. En el caso de las tasas de interés, se observaron trayectorias diferenciadas entre los distintos plazos, con caídas más pronunciadas en aquellos hasta 5 años.

Desde principios de agosto se ha observado una disminución de algunos indicadores de riesgo país para México, tales como los que cubren contra el riesgo de incumplimiento soberano, *Credit Default Swaps*, aunque este se ha revertido parcialmente en los últimos días. Cabe señalar que dicha mejora no es muy diferente de lo observado en otras economías emergentes, lo que sugiere que está determinada fundamentalmente por factores externos. Además, es importante considerar que los *CDS* para México continúan ubicados por encima del que registran otras economías emergentes con una calificación crediticia inferior. Debe considerarse también que, entre las 15 principales economías emergentes, solamente la mexicana junto con las de Turquía y Brasil, han mostrado una disminución de su calificación crediticia soberana en el último año, y que las tres corredurías más importantes mantienen a la de nuestro país con una perspectiva negativa. Es de suponer que el nivel actual de las tasas de interés en México refleja en buena medida la percepción de riesgo país.

A principios de septiembre las autoridades hacendarias presentaron al Congreso su propuesta de presupuesto para 2020. En general, los objetivos para el superávit primario son adecuados y, no obstante que implican una trayectoria para la deuda pública y los requerimientos financieros del sector público como porcentaje del PIB ligeramente por encima de lo originalmente anunciado, esto no ha sido motivo de preocupación. Por otra parte, numerosos analistas han opinado que algunos de los supuestos en los que descansa el presupuesto, particularmente el crecimiento de la economía y la producción de petróleo, son optimistas. De manera relacionada con este último punto, se han expresado también dudas sobre la suficiencia de los recursos contemplados en apoyo de Pemex. De esta forma, aunque es un presupuesto austero, se perciben elementos importantes de riesgo.

A mi juicio, la inquietud respecto de la situación de Pemex es más acentuada. Las acciones de capitalización de la empresa y de amortización o refinanciamiento de algunos de sus pasivos externos dadas a conocer recientemente representan esfuerzos importantes para hacer frente a algunos de los desafíos que enfrenta la Institución, por lo que se han reflejado de manera favorable en diversos indicadores de riesgo, tales como los *CDS* y el diferencial de rendimientos con la deuda soberana.

Sin embargo, las dificultades de la empresa persisten. El riesgo principal se deriva de la posibilidad de un ajuste a la baja de su calificación crediticia por parte de una de las calificadoras, ya que esto implicaría la pérdida del grado de inversión. Esta calificadora ha señalado que incrementos significativos de la deuda neta de Pemex , un desempeño operativo por debajo de lo proyectado y una disminución de las reservas o de su duración esperada, entre otros factores, pueden dar lugar a una disminución de la calificación. Al mismo tiempo, la agencia considera que los gastos de capital contemplados por Pemex para 2019 y 2020 son muy inferiores a los requeridos para reponer las reservas en estos años. Por tanto, la posibilidad de un ajuste a la baja de la calificación crediticia de la empresa parece elevada. Los consecuentes riesgos para la calificación soberana y para los mercados financieros en México son evidentes.

Ante el entorno descrito, la política monetaria en México continúa enfrentando un panorama incierto y de contrastes. Por una parte, la disminución adicional de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos

abre un espacio para la implementación de la política monetaria en México. A lo anterior cabe agregar la debilidad de la economía, que debería reflejarse en la evolución de los precios, y la importancia de que el Banco Central procure un ajuste ordenado de la inflación hacia la meta. Por otro lado, debe considerarse la persistencia de la inflación subyacente, expectativas de inflación para 2020 y el mediano y largo plazos por encima de la meta, el aumento del riesgo país en los últimos meses y una pronunciada incertidumbre que puede implicar un choque importante para la economía en un horizonte no muy lejano.

Considero que, en balance, la perspectiva de convergencia de la inflación a la meta en la segunda mitad de 2020 y el entorno de relajamiento monetario global y particularmente en Estados Unidos, abren el margen para modificar la postura de política monetaria en México y, por tanto, mi voto es a favor de reducir en 25 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día, a un nivel de 7.75 %. A mi juicio, bajo las condiciones de riesgo que enfrentamos en la actualidad no es posible definir un ciclo para la política monetaria. Esta debe privilegiar la prudencia, y responder a las necesidades que surjan de conformidad con la información adicional y las circunstancias del momento.

Como ya señalé, una parte importante del entorno de inquietud que enfrentamos tiene su origen en factores internos. Esto limita el campo de acción para la política monetaria. En mi opinión, la implementación de medidas decididas para resolver dichos desafíos no solo permitiría un enfoque más equilibrado de política económica, sino también atenuar la situación de incertidumbre, el problema central detrás del complejo desempeño de la economía.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La actividad económica global, tanto en el segundo trimestre como la disponible del tercero, muestra una clara desaceleración. Así, los pronósticos de crecimiento para este y el próximo año se han revisado a la baja, tanto en economías avanzadas como emergentes.

A lo largo del año, y especialmente en el tercer trimestre, se han venido acumulando mayores tensiones comerciales globales, con periodos de mayores amenazas arancelarias y afectaciones considerables en las economías involucradas y en las más abiertas al comercio. Esto ha propiciado una importante desaceleración del comercio mundial y en la producción manufacturera. Este entorno de incertidumbre se ha convertido en un importante obstáculo para la inversión y la confianza de los negocios.

Por su parte, los servicios en las principales economías avanzadas aún se mantienen en expansión, inclusive, la brecha entre los índices de gerentes de compra del sector servicios y manufacturero ha alcanzado niveles elevados respecto a lo registrado en los últimos años. El mejor comportamiento de los servicios ha continuado apoyando al mercado laboral, que aún mantiene brechas de desempleo históricamente bajas. La fortaleza del mercado laboral se ha caracterizado por la ausencia de presiones inflacionarias, a pesar de los aumentos salariales recientes. Así, en las principales economías avanzadas la inflación general y subyacente se han mantenido en niveles inferiores a su meta, con la inflación de servicios cercana a 3 % y la de bienes en terreno negativo.

Son diversos los factores que ya por varios años han contribuido a la ausencia de presiones inflacionarias en las principales economías avanzadas, el cambio tecnológico, la incorporación de países abundantes en mano de obra a la globalización, con los consecuentes aumentos en la productividad, mercados más competidos y menor posibilidad de trasladar presiones de costos a precios.

En este contexto, las economías avanzadas han presentado un debilitamiento en la relación entre las condiciones de holgura del mercado laboral y la inflación. Esto implica un reto importante para la conducción de la política monetaria en dichas economías, ya que por un lado, las expectativas de inflación se podrían estar consolidando en niveles inferiores a sus metas, lo que apuntaría a la conveniencia de actuar preventivamente para cerrar la brecha de inflación; mientras que por otro, la débil relación entre la holgura laboral y la inflación implica que se requeriría una acción monetaria más vigorosa para que la inflación

aumente y converja a su meta, ello implicaría utilizar gran parte del reducido espacio que tiene la política monetaria en dichas economías o inclusive el uso sostenido de políticas monetarias no convencionales, reduciendo el espacio para enfrentar posibles escenarios adversos en el futuro.

Estos retos para la política monetaria son aún mayores en el contexto actual de desaceleración económica y son especialmente marcados en la zona euro y Japón. Ello debido a que dependen en gran medida de la demanda externa, por lo que han resentido significativamente la reducción del comercio global; su demanda agregada continúa mostrando fragilidad, y sus expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han consolidado claramente por debajo de su meta. Al respecto, sus respuestas de política monetaria se han enfocado en propiciar un aumento de la inflación, que no se ha alcanzado. Con lo cual han perpetuado condiciones monetarias de excepción. Inclusive, ante la desaceleración reciente, en su última decisión de política monetaria el Banco Central Europeo redujo su tasa objetivo, que ya estaba en terreno negativo, y anunciaron el inicio de nuevas compras de instrumentos de deuda por un tiempo indefinido. Este último aspecto fue aprobado por mayoría y propició una clara divergencia en puntos de vista al interior del Banco Central Europeo.

Estados Unidos también ha empezado a resentir los efectos de las tensiones comerciales, si bien en menor grado, ya que depende en menor magnitud de la demanda externa. En particular, la inversión se ha debilitado y la actividad económica muestra indicios de una ligera desaceleración, mientras que la inflación y sus expectativas han disminuido por debajo de su meta.

La combinación de la ausencia de presiones inflacionarias y el debilitamiento económico reciente en las principales economías avanzadas ha propiciado ajustes considerables en los mercados financieros internacionales. En particular, se ha presentado un relajamiento en las condiciones financieras globales, en la cual destacan las reducciones en las posturas de política monetaria y con una importante disminución en las tasas de interés a lo largo de las curvas de rendimiento. Inclusive, más del 30 % de todos los instrumentos de renta fija en circulación ofrecen rendimientos negativos y las tasas de 10 y 30 años en los Bonos del Tesoro Norteamericano se han reducido considerablemente, ubicándose alrededor de 1.65 y 2.1 %, respectivamente.

Considerando las implicaciones de los acontecimientos recientes para la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionarias, la Reserva Federal redujo por segunda ocasión consecutiva en 25 puntos base el intervalo para el objetivo de la tasa de fondos federales, ubicándolo en 1.75 – 2 %. Al interior de la Reserva Federal, también persisten diferencias en cuanto a cómo enfrentar de la mejor manera el actual reto de política monetaria. En particular, dos miembros votaron por no reducir el objetivo para la tasa de fondos federales y otro votó por disminuirla en 50 puntos base.

Organismos internacionales y analistas prevén un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica global y apuntan hacia un incremento en los riesgos a la baja. La curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano se mantiene invertida en algunos tramos de corto plazo, lo cual apunta a una desaceleración en la actividad económica.

Adicionalmente, la producción industrial y las ventas al menudeo en China muestran una marcada desaceleración, confirmando la profundidad de las afectaciones asociadas a las tensiones comerciales.

En este contexto de desaceleración económica global, los precios de las materias primas se han reducido. No obstante, los recientes ataques a las instalaciones procesadoras de crudo de Arabia Saudita y el aumento en los riesgos geopolíticos han propiciado mayores precios de los energéticos. Este factor de riesgo se ha intensificado y podría complicar en mayor medida a la actividad económica global.

Entre los principales riesgos para la economía mundial destacan un posible agravamiento de las tensiones comerciales; una desaceleración pronunciada de la economía China; una salida desordenada del Reino

Unido de la Unión Europea, y el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas, como los ataques recientes a Arabia Saudita.

La materialización de alguno de estos riesgos podría profundizar la desaceleración del crecimiento mundial y propiciar episodios de volatilidad adicionales, con una recomposición de flujos hacia activos de menor riesgo.

El comportamiento más reciente de los mercados financieros internacionales prevé importantes afectaciones en la actividad económica, especialmente en aquellos países y regiones más integradas al comercio mundial y ha propiciado una importante reducción en las tasas de interés en todos sus plazos, tanto en las principales economías avanzadas como emergentes. No obstante, en los momentos de mayor tensión comercial se han presentado episodios de volatilidad y de búsqueda de activos seguros que han afectado a los mercados emergentes. Si bien en las últimas semanas estos riesgos han disminuido, es de esperarse que este factor de riesgos esté presente por un tiempo considerable.

Adicionalmente, las economías emergentes también están sujetas a diversos factores de riesgo idiosincráticos. Estos, como en el caso de México, han reforzado la tendencia global de menor crecimiento y la incertidumbre que ha obstaculizado la inversión.

En particular, en los últimos meses se han presentado algunos factores de riesgo relacionados con México, en particular, la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos asociada a temas migratorios, que se ha reducido recientemente, y disminuyó la calificación y la perspectiva de riesgo soberano y una calificadora ubicó a Pemex por debajo del grado de inversión. Es importante mitigar dichos factores de riesgo, evitando posibles reducciones adicionales de calificación y reforzando las condiciones necesarias para ser un destino de inversión atractivo.

El entorno externo de menor crecimiento y la consecuente reducción en las tasas de interés en las principales economías avanzadas ha dado lugar a una tendencia de menores tasas de interés nominales y reales de mediano y largo plazos en los mercados financieros nacionales. En cuanto al tipo de cambio, a pesar de que aún se mantienen diferenciales de tasas de interés de corto plazo elevados, este ha estado sujeto a episodios de depreciación asociados al recrudecimiento de las tensiones comerciales y otros elementos de incertidumbre en los mercados financieros internacionales; a factores idiosincráticos, y el contagio de factores de riesgo en otras economías emergentes, como la incertidumbre política en Argentina.

En este sentido, es necesario adoptar acciones que generen confianza y preserven la estabilidad en la economía mexicana. Para ello, es necesario mantener una postura macroeconómica sólida, capaz de hacer frente a diversos factores de riesgo, que contribuya a un ajuste ordenado de la economía y que preserve el interés de invertir recursos en nuestro país en una amplia gama de proyectos y sectores. En cuanto al componente fiscal, a pesar del entorno adverso y de los retos que se enfrentan en materia de ingresos por parte del Gobierno Federal, es necesario generar confianza y cumplir la meta de superávit primario para 2019 y la del Programa Económico para 2020.

La actividad económica en México se ha mantenido estancada por varios trimestres y con debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. La demanda interna ha resentido una persistente atonía en la inversión. Al respecto, el componente de inversión pública lleva varios años de contracción, y ha sido el rubro de gasto público que ha cargado con la mayor parte del ajuste de finanzas públicas. La inversión privada ha resentido desde finales de 2016 la incertidumbre respecto al entorno de comercio exterior y recientemente elementos de incertidumbre interna. Por su parte, el consumo se desaceleró en el primer semestre del año.

Con la poca información disponible del tercer trimestre del año, se espera una ligera recuperación en la actividad económica. De los componentes de la producción industrial, persiste la debilidad de la minería -por la menor producción de petróleo- y de la construcción, mientras que las manufacturas se expandieron.

A este resultado contribuyó el aumento de las exportaciones automotrices. La información más reciente del consumo apunta a cierta recuperación, y se mantienen en expansión la recepción de remesas y la masa salarial. En cuanto a la inversión, se prevé que esta se mantenga en atonía, especialmente la construcción y la maquinaria y equipo importado.

El mercado laboral continúa mostrando un menor ritmo de generación de empleos, con lo cual, el desempleo se ha venido ampliando respecto a los niveles alcanzados en 2018.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, si se confirma la ligera recuperación que se espera en el tercer trimestre del año, esta podría moderar la ampliación que se había presentado en las condiciones de holgura en el segundo trimestre del año, si bien se prevé que estas aún se mantengan amplias y con brechas de producto negativas.

La actividad económica mantiene una elevada incertidumbre, tanto por factores externos como internos, en particular destacan las tensiones comerciales a nivel mundial que pueden afectar al crecimiento y propiciar un reacomodo de portafolios hacia activos seguros; posibles amenazas arancelarias de Estados Unidos a México, con una relación bilateral compleja; retrasos en la ratificación del T-MEC; factores internos que afecten la confianza y las perspectivas de la economía mexicana; reducciones adicionales en los ingresos públicos y que se materialicen riesgos geopolíticos.

Así, si bien las perspectivas de crecimiento para el resto del año y el siguiente consideran una ligera recuperación, el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sesgado a la baja.

Para mejorar las perspectivas de crecimiento de mediano y largo plazos, es necesario reforzar el Estado de derecho, combatiendo la inseguridad, impunidad y corrupción; incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano, y propiciar un entorno de mayor confianza que mejore las perspectivas de inversión.

La inflación general anual ha disminuido de 4.41 % en abril a 2.99 % en la primera quincena de septiembre. Esto se debe a una considerable reducción del componente no subyacente, que pasó de 6.08 a 0.57 %, derivado de la importante reducción en el rubro de los energéticos y más recientemente también en los productos agropecuarios. Los precios de los energéticos suelen ser volátiles y actualmente tienen dos influencias, a saber, una tendencia a la baja por la desaceleración del crecimiento global y presiones al alza por los riesgos de afectaciones al suministro de petróleo de medio oriente. Considerando todo lo anterior, el escenario central para la inflación general es cercano a la trayectoria dada a conocer en el último Informe Trimestral.

Por su parte, la inflación subyacente anual ha permanecido desde abril alrededor de 3.8 %, registrando en el margen mayores presiones en los servicios que en las mercancías. Este comportamiento refleja, entre otros factores, los efectos indirectos de los incrementos de los precios de los energéticos en el segundo semestre del año pasado y los relacionados a los aumentos en los salarios desde principios del año, los cuales inciden con rezago. El comportamiento de la inflación subyacente en los próximos trimestres dependerá de la interacción de estos factores con los efectos de la mayor holgura en la economía, la cual se prevé tendrá una trayectoria descendente gradual hacia 3 % en el horizonte de pronóstico.

En cuanto a las expectativas de inflación provenientes de encuestas, las de corto plazo han estado siguiendo a la información más reciente, mientras que las de mayor plazo han permanecido relativamente estables en niveles superiores a 3 %. En cuanto a la compensación por inflación y la prima por riesgo inflacionario implícita en los instrumentos de renta fija, ambas han venido disminuyendo.

Entre los riesgos al alza para la inflación, destacan la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente; depreciación del peso por factores externos e internos; la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos; aumentos en los precios de los energéticos ante un posible deterioro en el suministro de

crudo por riesgos geopolíticos; aumentos en los productos agropecuarios; un deterioro en las finanzas públicas y aumentos salariales que presionen a la inflación subyacente.

En cuanto a los riesgos a la baja: que se aprecie la cotización de la moneda nacional, por la mayor holgura financiera global o la posible aprobación del TMEC; menores presiones en el subíndice no subyacente y que la amplitud en las condiciones de holgura sea mayor a la prevista. Por todo lo anterior, persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos sobre la inflación.

Si bien la actividad económica se está desacelerando a un ritmo mayor al anticipado y las condiciones de holgura se han ampliado, los retos que enfrentan actualmente la economía, la formación de precios y la inflación, no son sólo los que se derivan de la posición cíclica de la economía. Son múltiples los retos y factores de riesgo, tanto externos como internos, que enfrenta la economía y la inflación.

Cabe destacar que, si bien los mercados nacionales siguen expuestos a riesgos externos e internos y un entorno volátil, es útil identificar cómo estos han venido evolucionando a partir de la información y las expectativas que se pueden obtener de diversos instrumentos de mercado. En particular, actualmente la curva de rendimiento nominal y real, se encuentran invertidas respecto a la tasa objetivo de fondeo diario. En particular, las tasas nominales a 10 y 30 años han disminuido más de 150 puntos base, registrando niveles alrededor de 6.9 y 7.4 % recientemente.

Al respecto, al descomponer las tasas de interés de largo plazo se obtiene que tanto las expectativas para las tasas de interés de corto plazo, como las primas por plazo han mostrado reducciones en los últimos meses. Adicionalmente, las tasas de interés reales de los Udibonos también han presentado reducciones en los últimos meses, alcanzando niveles de 3.24 y 3.45 %, a 10 y 30 años.

El mantener una postura macroeconómica y monetaria prudente ha sido un factor fundamental para que las curvas de rendimiento, nominales y reales, se hayan estado ajustando de manera ordenada y a la baja, ante la combinación de condiciones financieras globales más relajadas y en presencia de importantes riesgos idiosincráticos.

En suma, en los últimos meses se ha presentado una ampliación en las condiciones de holgura en la economía, en combinación con un entorno externo en el que se ha venido consolidando la perspectiva de debilidad económica y menores tasas de interés. Adicionalmente, la inflación general se ha venido reduciendo, resultado de una disminución considerable en su componente no subyacente y estabilidad en la subyacente.

Este entorno apunta, en su escenario central, hacia menores presiones de inflación y la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. No obstante, persisten diversos factores de riesgo que podrían afectar esta perspectiva y retrasar la consolidación de la reducción de la inflación. Este ha sido el caso en los últimos dos años, con la presencia de algunos factores que han afectado a la economía nacional a la formación de precios y que han propiciado una mayor resistencia a disminuir en la inflación subyacente.

Lo anterior sugiere que la adecuación de la postura de política monetaria en el entorno actual sea gradual y permita evaluar cuidadosamente la información adicional, a fin de poder identificar de mejor manera las condiciones de la economía, el proceso de reducción de la inflación y el balance de riesgos para estos.

Por 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 7.75 %. En las condiciones actuales, este nivel es congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3 % en el plazo en el que opera la política monetaria.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 26 de septiembre de 2022

www.banxico.org.mx