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 14 de noviembre 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 14 DE NOVIEMBRE 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: 13 de noviembre 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 se encuentra en una fase de desaceleración que afecta tanto a economías avanzadas como emergentes. La desaceleración es particularmente notoria en el sector industrial, lo cual ya se observa en países como Estados Unidos, Alemania, Japón y China. Esto es el resultado tanto de las recientes disputas comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios, como de algunos factores idiosincráticos. Ante ello, el ambiente de negocios global se ha tornado negativo, lo que ha afectado tanto a la inversión como al comercio internacional. No obstante, los mercados laborales de estas economías continúan fuertes y con tasas de desempleo bajas, lo que ha permitido que el consumo y el sector servicios no se hayan visto tan afectados por la desaceleración.

A la par de la debilidad económica mundial, la inflación global ha permanecido baja a lo largo del año y en la mayoría de las economías avanzadas la inflación general ha estado por debajo del objetivo de los respectivos bancos centrales. Dicha evolución favorable se ha dado a pesar del incremento en los salarios que ha acompañado la relativa fortaleza del mercado laboral. A lo anterior han contribuido tanto la debilidad económica global como los efectos indirectos de menores precios de los energéticos.

Este escenario de debilidad económica y baja inflación ha conducido a que los bancos centrales de diversos países hayan tomado posturas monetarias más acomodaticias durante el año. La Reserva Federal recientemente disminuyó por tercera ocasión consecutiva su tasa de interés de referencia para acumular un total de 75 puntos base de reducción durante el año. Si bien no se anticipan más recortes en el horizonte cercano, tampoco se anticipan cambios en el sentido contrario.

Los bancos centrales de otras economías avanzadas también adoptaron posturas más acomodaticias a través de sus guías de política monetaria futura. El Banco Central Europeo mencionó que mantendría su postura acomodaticia hasta que la inflación convergiera a su meta de manera robusta, mientras que el Banco de Japón indicó que planea mantener, o incluso reducir, las tasas de interés por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de inflación.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de sus bancos centrales han venido relajando su política monetaria a lo largo del año. De hecho, varios países han reducido sus tasas de interés en mayor magnitud

que la Reserva Federal. Por ejemplo, en lo que va del año Brasil ha reducido su tasa en 150 puntos base, Chile en 100 puntos base, India en 135 puntos base e Indonesia en 100 puntos base. Por su parte, Filipinas, Australia y Nueva Zelandia lo hicieron ya en 75 puntos base incluso adelantándose a la Fed.

Desde la última decisión de política monetaria, algunos factores que mantenían deteriorado el ambiente de negocios global han tenido una evolución relativamente favorable. La posibilidad de un Brexit sin acuerdo, por ejemplo, ha disminuido significativamente. Igualmente, las negociaciones entre China y Estados Unidos han mostrado la posibilidad latente de un primer entendimiento entre ambos países. Esta ligera mejoría en el ambiente de negocios, aunado a las posturas más acomodaticias ya descritas, han atenuado la percepción de riesgo para la actividad económica y han mejorado las condiciones financieras globales. En dicho entorno, las principales bolsas del mundo registraron ganancias y el apetito por riesgo se incrementó provocando una depreciación generalizada del dólar y un incremento moderado de las tasas de interés en países avanzados. Por su parte, los flujos hacia economías emergentes se incrementaron y las primas de riesgo disminuyeron. En consecuencia, la mayoría de las divisas de economías emergentes se apreciaron frente al dólar, excepto en aquellos casos como Argentina y Chile que están enfrentando choques idiosincráticos importantes.

Hacia adelante, los mercados financieros internacionales podrían verse afectados por distintos factores de carácter geopolítico. Sin embargo, es importante tener en cuenta que, tal como ha venido sucediendo, en caso de que dichos riesgos se materializaran, los bancos centrales de las economías avanzadas podrían responder con posiciones aún más acomodaticias. Por ello es conveniente no sobredimensionar el impacto negativo de dichos riesgos. En ese sentido, considero que los riesgos para los mercados financieros internacionales han disminuido y que el balance de riesgos es neutral.

En lo que respecta a la actividad económica de México, el dato oportuno del PIB del tercer trimestre confirmó una situación de estancamiento. El promedio de crecimiento en los últimos 6 trimestres es de 0.03 %, es decir, un crecimiento prácticamente nulo a lo largo ya de un año y medio. En cuanto a los sectores, la actividad industrial comenzó a repuntar en agosto después de haber tocado un mínimo en julio. Dicho comportamiento se explica en parte por un mejor desempeño de la minería que finalmente parece empezar a revertir la tendencia negativa que la caracterizó durante muchos años, y en parte porque las manufacturas han continuado creciendo y se han mostrado más resilientes frente a un entorno adverso. La construcción, por otro lado, ha permanecido con una marcada tendencia negativa. Así, si bien la actividad industrial parece haber detenido su caída, son ahora las actividades terciarias las que empiezan a mostrar resultados negativos. Esto es preocupante ya que este sector es el de mayor peso en la economía. Dentro de este sector se aprecia una debilidad en la mayoría de sus componentes, aunque en actividades como transporte, comercio y esparcimiento se comienza a percibir una cierta recuperación.

Con respecto a la demanda agregada, el consumo privado continúa prácticamente estancado. Al interior del consumo, la debilidad es evidente en los bienes duraderos, mientras que las ventas al menudeo presentan un crecimiento sostenido, lo que podría estar relacionado con la ampliación y creación de algunos programas sociales. Por su parte, después de haber exhibido una tendencia claramente negativa durante el año, el dato de inversión en agosto fue positivo, aunque claramente todavía es insuficiente para pensar en que ha habido un cambio de tendencia. En cuanto al mercado laboral, y en concordancia con lo observado en la actividad económica, la creación de empleos se ha debilitado de manera significativa y el desempleo ha aumentado ligeramente en meses recientes.

En resumen, es evidente que la holgura en la economía se ha incrementado drásticamente y que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado significativamente ante la dinámica desfavorable del sector servicios. Como lo he mencionado en otras ocasiones, considero que la política monetaria restrictiva opera a través de canales que afectan variables reales como el consumo y la inversión, por lo que considero que uno de los riesgos más importantes que actualmente enfrenta la actividad económica es que continúe una postura monetaria muy restrictiva por un periodo demasiado prolongado.

Con respecto a la inflación general, ésta fue de 3.02 % en octubre, por lo que se ubicó en su nivel objetivo por segundo mes consecutivo. Por su parte, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.68 %, con lo que descendió por cuarto mes consecutivo. Hay además dos factores que permiten anticipar una reducción aún mayor en este componente: por un lado, el promedio móvil de las variaciones mensuales anualizadas de este indicador continúa en niveles bajos, 3.3 %, mientras que la inflación subyacente fundamental, es decir, aquella más estrechamente asociada al ciclo económico, fue de sólo 3.38 % en octubre.

En cuanto a las expectativas de inflación para el cierre de 2019, éstas continuaron disminuyendo y en octubre ya se ubicaron en 3 %. Es de hecho probable que terminemos el año con una inflación incluso por debajo del nivel objetivo. Por su parte, la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos se encuentra en su nivel más bajo del año. Si bien se espera que a principios de 2020 ocurra un ligero incremento en la inflación anual debido a un efecto base de comparación, las estimaciones del Banco Central sugieren que a partir del segundo trimestre de 2020 la inflación regresará a niveles cercanos al 3 %.

En mi opinión, los riesgos para la inflación se han reducido sustancialmente durante el año. En primer lugar, las condiciones financieras globales han mejorado apoyadas por el estímulo de los principales bancos centrales. Además, los precios de energéticos y productos agropecuarios presentan una cierta tendencia descendente como resultado de la desaceleración económica global. Tampoco existen presiones inflacionarias para los productores, ya que el índice de precios al productor ha tenido los incrementos anuales más bajos desde 2015, 0.62 % en octubre. Finalmente, al tener una brecha de producto negativa tampoco se anticipan presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Por todo ello considero que el balance de riesgos para la inflación se mantiene neutral.

En línea con los acontecimientos internacionales, los mercados financieros en México tuvieron un comportamiento positivo desde la última decisión de política monetaria. Las tasas de interés se han mantenido en los niveles más bajos del año, el peso mexicano registró una cierta apreciación y la bolsa de valores observó una ligera ganancia. En cuanto a las primas de riesgo, tanto el *CDS* de México como el de Pemex disminuyeron y también se encuentran en los niveles más bajos del año.

Con respecto a Pemex cabe señalar que, si bien su plan de negocios continúa siendo motivo de preocupación para agencias calificadoras e inversionistas, finalmente la empresa ha logrado detener la caída secular en la producción de petróleo que se venía registrando desde 2004. Además, llevó a cabo con éxito operaciones de refinanciamiento y recompra de bonos, lo cual le ha permitido mejorar su perfil financiero en el corto y mediano plazos. Como resultado de ello, y de una transferencia significativa de recursos de parte del Gobierno Federal, el *CDS* de Pemex a 5 años bajó en alrededor de 100 puntos base en las semanas recientes, por lo que la posibilidad de una reducción en la calificación de Pemex es significativamente menor ahora de lo que era hace apenas algunos meses.

Además de Pemex, otro riesgo que usualmente se plantea sobre la economía mexicana es el relacionado con las finanzas públicas. Aquí cabe señalar que la política fiscal se ha mantenido prudente y que la propuesta para 2020 es cauta y responsable al plantear un superávit primario de 0.7 % del PIB. Algo que podría poner en riesgo este resultado, sin embargo, es el sostenimiento prolongado de una tasa de interés demasiado elevada. Esto afecta a las finanzas públicas a través de diferentes canales. Por un lado, afecta al crecimiento al contribuir a mantener reprimidos el consumo y la inversión y, por el otro, no permite reducir el costo financiero de la deuda gubernamental. Una tasa de interés alta también contribuye a mantener apreciado el tipo de cambio, lo cual no sólo disminuye las exportaciones netas sino que también se convierte en un factor de atracción de capitales especulativos, que podrían aumentar la vulnerabilidad financiera del país. En suma, es posible que una tasa de interés demasiado elevada, que en principio buscaría protegernos de algunos riesgos, pudiera terminar siendo, paradójicamente, un factor adicional de desestabilización.

Por todo lo anterior, considero que los riesgos para los mercados financieros nacionales han disminuido en comparación con lo observado hace apenas algunos meses. Al igual que en el caso del crecimiento

económico, considero que un riesgo importante que actualmente enfrentan los mercados financieros locales es la permanencia prolongada de una política monetaria demasiado restrictiva.

A la luz del desempeño favorable de la inflación y de sus perspectivas, del prolongado estancamiento económico y de que las altas tasas de interés podrían influir en las perspectivas de crecimiento, en 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.

Aquí cabe preguntarse por qué la tasa de interés debería bajar en 50 puntos base y no sólo en 25. La razón fundamental es que el ajuste en la tasa de interés en México va muy rezagado con respecto a las condiciones económicas imperantes en el país y en el mundo. Un ajuste de 25 puntos base apenas serviría para mantener constante la posición relativa de México con respecto a Estados Unidos. Esto da una doble impresión falsa: por un lado, hace parecer que el ajuste en México es una respuesta mecánica e irreflexiva a lo que hace la Reserva Federal y, por el otro, hace parecer que no ha habido un cambio significativo en las condiciones económicas y financieras en el país, lo cual manda un mensaje incorrecto sobre el verdadero balance de riesgos al que nos enfrentamos.

En mi opinión, reducir la tasa de interés en sólo 25 puntos base minimiza la reducción de la inflación que hemos tenido en el último año. Así, mientras que de septiembre de 2018 a octubre de 2019 la inflación se habría reducido en 200 puntos base, la tasa de interés es actualmente la misma que teníamos en aquel entonces. Por ello, reducir la tasa en sólo 25 puntos base quedaría muy corto respecto a la mejoría que se ha observado en materia de inflación.

Un ajuste de sólo 25 puntos base también estaría soslayando otros factores que han cambiado de manera significativa en el último año: la desaceleración de la economía global, el relajamiento de las políticas monetarias de economías avanzadas y emergentes, la reducción de algunos riesgos internos asociados a Pemex y a las finanzas públicas y, por último, pero no por ello menos importante, también estaría minimizando la notable desaceleración de la economía mexicana.

Todos estos elementos sugerirían que el ajuste en la tasa de interés en México podría ser más acelerado. Cabe recordar que actualmente México tiene la tasa de interés real y el diferencial de tasas con respecto a Estados Unidos más altos de su historia reciente. Es también el país emergente con grado de inversión con la tasa real más alta del mundo. Es el único país de América Latina que tiene simultáneamente una inflación cercana a su objetivo y una posición monetaria restrictiva. Es, en ese sentido, un caso atípico y, en mi opinión, injustificable e insensible a las circunstancias prevalecientes. Todo esto es aún más inexplicable cuando la inflación general se encuentra en su nivel objetivo por primera vez en mucho tiempo, mientras que la brecha del producto se encuentra en su nivel más negativo desde la crisis de 2009. Esta brecha, por cierto, podría ampliarse si el crecimiento se mantiene por debajo de su potencial, a lo cual sin duda podría contribuir una tasa de interés demasiado elevada. En ese sentido, la política monetaria podría estar contribuyendo a un sobreajuste u *overkill* de la economía en un afán de mantener baja una tasa de inflación que, por lo demás, ya está precisamente en su nivel objetivo.

Finalmente, reitero la importancia de una comunicación adecuada y objetiva por parte del Banco Central. En mi opinión, el tono del comunicado debería resaltar la disminución tanto de la inflación como de sus riesgos. Esto mandaría un mensaje de certidumbre y confianza y confirmaría que el Banco Central puede relajar su postura monetaria sin comprometer su mandato y con los menores costos posibles para la economía nacional.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Dada la coyuntura actual que enfrenta la conducción de la política monetaria, mi voto es una reducción de 50 puntos base en el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarlo en 7.25 %.

En principio, se observa que la inflación general ha alcanzado 3 % puntual, la actividad económica sigue estancada y la holgura de la economía es significativa. Los cambios en prácticamente todos los balances de riesgos que enfrenta la economía mexicana desde la última decisión de política monetaria, ya sean externos o internos, favorecen una posición menos restrictiva.

Es necesario mantener una postura monetaria restrictiva para abonar a la convergencia de la inflación subyacente hacia 3 %. Sin embargo, no se justifica la permanencia del nivel de restricción actual, en términos absolutos y relativos, así como históricos, ya que es una posición exagerada para los fines previstos.

En consecuencia, existe un amplio margen de maniobra para la reducción propuesta dado el contexto inflacionario y de crecimiento, así como por las condiciones de lasitud monetaria a nivel global, mercados financieros relativamente estables y una moderación de los riesgos internos y externos, los cuales, no obstante, permanecen latentes.

Ahora que la inflación general se ubica en el objetivo puntual, enfrentamos un balance de riesgos más equilibrado en el corto plazo. Sin embargo, en un horizonte mayor de tiempo, el balance podría tornarse incierto. Esto debido a que la dinámica actual de la inflación general se debe a la combinación de un componente subyacente persistente y niveles atípicamente bajos en el componente no subyacente que pudieran generar desviaciones en la trayectoria esperada de convergencia. Resulta importante enfatizar que anticipamos un pequeño incremento en la inflación general en el primer trimestre del año entrante como consecuencia de la base de comparación, efectos de calendario y estacionalidad.

Las proyecciones indican que la brecha negativa del producto seguirá ampliándose ante una economía que ha crecido a una tasa promedio trimestral de 0 % en los últimos seis trimestres y que crecerá cercana al 0 % en el último trimestre del año. Aunque la política monetaria no es el instrumento más efectivo para inducir una recuperación, es pertinente estar consciente de que sus mecanismos de transmisión, en especial los canales de tasas de interés, de crédito y de precios de otros activos, tienen una injerencia, aunque modesta, sobre la demanda agregada. El objetivo prioritario de una inflación de 3 % de manera consistente no se puede ni se debe perseguir al precio que sea.

Los niveles de restricción de la postura monetaria actual son los más elevados de los últimos once años, en términos absolutos y relativos, desde que existe el esquema operacional de fijar un objetivo para la tasa de política monetaria. Estos se encuentran por encima de otros episodios en donde la inflación era más alta, existía una brecha de producto positiva y había balances de riesgos financieros y globales menos favorables. No obstante que la Junta de Gobierno realizó disminuciones a la tasa de política monetaria desde las dos decisiones anteriores, estas han sido reducciones sólo en términos absolutos, sin modificar la postura relativa.

La postura monetaria en términos absolutos se encuentra muy por encima de la cota superior de las estimaciones de la tasa natural de largo plazo estimada por el Banco de México, incluso si se incorporan algunas primas de riesgo. Asimismo, dado que el ciclo económico se encuentra en la fase baja, la reducción de la postura monetaria en términos absolutos es necesaria para ser consistente.

Sin embargo, la posición monetaria relativa no se ha modificado, a pesar de existir un entorno de políticas acomodaticias a nivel global. En particular, la Reserva Federal redujo su tasa de fondos federales 25 puntos base por tercera vez este año, mientras que nuestra postura relativa no ha presentado ningún cambio hasta el momento, lo cual es algo difícil de aceptar. Evidentemente esto hace que nuestro diferencial de tasas

continúe como el segundo más alto de las economías emergentes y avanzadas, en términos nominales y reales.

La postura relativa ha sido elevada ante el conjunto de riesgos externos e internos relacionados al panorama de estabilidad, los cuales han aminorado, aunque permanecen latentes. Indicadores de aversión al riesgo global sugieren un mejoramiento en el balance de riesgos financieros. Desde la última decisión de política monetaria se observó también una reducción de las primas de riesgo para el país. En este contexto, el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable y con una perspectiva favorable, especialmente si se materializa la aprobación del T-MEC.

En este panorama prospectivo debe considerarse que hay riesgos en la dinámica actual de los precios que pudieran generar una desviación de la trayectoria convergente esperada de la inflación. Si bien existe la expectativa de esta convergencia, la trayectoria depende de que la persistencia de la inflación subyacente ceda y que la inflación no subyacente converja a niveles cercanos a la meta de inflación. Una nota positiva al respecto, es que la inflación medida desde la perspectiva del productor, se ubica actualmente en 0.6 % respecto al mismo mes del año anterior, siendo la tasa la más baja observada desde agosto de 2015. La declinación de la inflación subyacente puede estar comprometida debido a que, pese a los niveles de holgura observados en los últimos seis trimestres, el proceso de convergencia ha sido más lento de lo esperado. Se reconoce que el bajo nivel de inflación general observado se debe a la inflación no subyacente, componente aleatorio y muy volátil por naturaleza. En adelante, si bien se espera que este componente repunte a niveles mucho más cercanos al 3 %, no se puede descartar la posibilidad de que su repunte sea mayor, dado su alta volatilidad histórica.

Estimo también que la actividad económica tenderá a mejorar moderadamente a partir del año entrante pese al estancamiento económico actual. Esto debido a la base estadística de comparación, la cual será más evidente en algunos sectores de la industria, como el de la construcción. También tendremos a nuestro favor que será un año bisiesto, por lo que tendremos un día más para producir bienes y servicios en comparación al año anterior. Sin embargo, un elemento que hay que seguir con cautela es la languidez del consumo privado y la reciente falta de dinamismo en algunos sectores de servicios. De igual manera, es probable que factores negativos que impactaron el desempeño en 2019 no se presenten de nuevo. Por ejemplo, los estragos causados por la escasez de gasolina, las huelgas en Tamaulipas, los bloqueos ferrocarrileros y la suspensión de proyectos de infraestructura importantes. Asimismo, parece posible que el T-MEC sea aprobado en el corto plazo, lo que mejorará las perspectivas de certidumbre sobre la inversión, así como también se espera una mejor implementación de las políticas públicas. En este sentido, una política monetaria menos restrictiva podría ayudar a este proceso.

La política de comunicación debe ser transparente, concisa y de fácil comprensión. El objetivo es que el público en general tenga un entendimiento de que las acciones del banco central están orientadas en primer lugar a garantizar la convergencia de la inflación a su nivel objetivo, tomando en cuenta el contexto de la coyuntura. Con ello se evita que se generen distorsiones en las expectativas de inflación que puedan comprometer dicho proceso. La comunicación debe enfatizar que el Banco de México seguirá una estrategia de ajuste adecuada y prudente en su posición monetaria tanto absoluta como relativa. Lo anterior fortalecerá la consistencia con el ciclo económico y las expectativas a futuro. Esta estrategia debe tomar en cuenta el nivel de incertidumbre y el rezago con el que opera la política monetaria. No obstante, al mismo tiempo nuestra comunicación debe confirmar el compromiso del banco con el proceso de convergencia, para así evitar generar distorsiones en las expectativas de inflación y que quede claro que dicho ajuste seguirá con prudencia. Todo ello impedirá expectativas incorrectas acerca de las intenciones de la política monetaria.

Por último, la guía futura sobre el ciclo de ajuste monetario debe de estar sujeta a lo que sugieran los márgenes de las posturas monetarias absolutas y relativas, así como a la evolución de los datos y acontecimientos imprevistos. Esta estrategia debe de facilitar la comprensión de las acciones de política monetaria y mejorar su efectividad.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última reunión de política monetaria, las principales economías del mundo, con excepción de Estados Unidos, continúan transitando en la senda de desaceleración, siendo la inversión y la actividad manufacturera los rubros con contracciones más pronunciadas. Las revisiones a la baja del desempeño económico mundial son el nuevo estado de normalidad y no se vislumbran mejoras para el futuro inmediato.

Si bien algunos factores de riesgo se han disipado parcialmente en las últimas semanas, gracias a eventos positivos como el acuerdo preliminar entre Estados Unidos y China en materia arancelaria y la extensión del Brexit, no pueden descartarse el surgimiento de nuevas dificultades en dichos procesos. Asimismo, han surgido nuevos acontecimientos que pudieran intensificar la evolución desfavorable de la economía mundial, como la aprobación del juicio político en Estados Unidos, las protestas masivas en Asia y América Latina y el escalamiento de las tensiones en Medio Oriente.

La inflación se mantiene en niveles inferiores a las metas de los bancos centrales en diversos países, salvo en Estados Unidos, donde se ubica en el objetivo simétrico de 2 %. A pesar de ello, y de la fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral, la Reserva Federal recortó por tercera vez consecutiva su tasa de referencia para dejarla en un rango entre 1.5 % y 1.75 %, puesto que reconoce que la incertidumbre es elevada. Sin embargo, a diferencia del comunicado anterior, en este sugirió que su ciclo de baja de tasas de interés se encuentra en pausa. Por ello, el consenso de analistas no anticipa más cambios en lo que resta de 2019 ni para 2020, mientras que los indicadores de mercado incorporan una disminución de 20 puntos base al cierre del próximo año.

En contraste con lo anterior, la mayoría de las autoridades monetarias de las economías avanzadas mantienen una postura altamente acomodaticia. En particular, el Banco de Japón extendió por tiempo indefinido el plazo durante el cual mantendrá las tasas de interés en los niveles actuales, o incluso menores, en línea con las acciones implementadas por el Banco Central Europeo en septiembre.

El entorno de tasas de interés bajas a nivel global y la disminución de las tensiones comerciales han permitido mejorar las condiciones de los mercados financieros internacionales. El sentimiento de menor aversión al riesgo ha incidido en el comportamiento positivo de los índices accionarios, incluso algunos alcanzaron nuevos máximos históricos desde los mínimos registrados en diciembre del año pasado. En este contexto, los flujos de capital hacia las economías emergentes presentaron también una tendencia positiva, tanto para mercados de renta fija como de renta variable.

En suma, el balance de riesgos para la economía y la inflación mundiales mantienen el sesgo a la baja. No obstante, a pesar de la atenuación de algunas fuentes de incertidumbre y de riesgos globales, no pueden descartarse retrocesos en los avances logrados e incluso una intensificación de las tensiones, por lo que la cautela de los agentes económicos seguirá predominando el entorno externo.

En México, de acuerdo con la información oportuna del PIB, el tercer trimestre presentó un avance marginal de 0.1 % mientras que en la comparación anual se observó una contracción de 0.4 %.

Estos datos evidencian el estancamiento en la actividad económica durante los últimos dieciocho meses. De confirmarse dichas cifras, se registraría la primera contracción anual desde 2009 y la primera desincronización en veinticinco años de la economía respecto al ciclo económico de nuestro mayor socio comercial. Dicha contracción tendría origen principalmente en factores internos.

Por el lado de la demanda, el consumo privado siguió mostrando atonía, en tanto que la inversión continuó en contracción. Asimismo, las exportaciones manufactureras perdieron dinamismo, si bien las automotrices con destino a Estados Unidos amortiguaron parcialmente la caída.

Por el lado de la producción, preocupa el nulo crecimiento de las actividades terciarias, que habían contribuido de manera significativa en la expansión económica, y la contracción de la producción industrial, en particular de la construcción y la minería. Solamente las actividades primarias tuvieron un comportamiento positivo.

Bajo este panorama, se estima que las condiciones de holgura se ampliaron sobre terreno negativo.

Con base en esta información, los pronósticos de crecimiento del Banco se revisaron para este año de 0.4 % a menos 0.1 %, para 2020 de 2.1 % a 1.3 % y para 2021 se estima en 1.8 %. Con ello, el promedio de crecimiento para esos tres años sería de apenas 1 %.

Respecto a los activos financieros mexicanos, estos presentaron un comportamiento favorable como resultado del mayor apetito por riesgo y las posturas monetarias acomodaticias a nivel global. Así, el peso se apreció ligeramente en un entorno de menor volatilidad y mejores condiciones de operación, si bien en las últimas dos jornadas sufrió una depreciación por factores externos; las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron disminuciones en todos sus plazos, mientras que la recomposición hacia activos de mayor duración en el portafolio de inversionistas extranjeros se mantuvo, y el mercado accionario presentó ganancias con las que acumula un rendimiento positivo anual de poco más de 5 %.

Respecto al riesgo soberano, la prima de incumplimiento crediticio se ha reducido; sin embargo, continúa descontando un recorte en la calificación. En particular, la métrica cotiza por encima de la de otras economías con calificaciones similares o incluso inferiores.

Por su parte, entre la primera quincena de septiembre y octubre, la inflación general presentó un comportamiento estable alrededor de 3 %; ello como resultado de los niveles históricamente bajos del componente no subyacente y de la disminución en el margen del subyacente, el cual pasó de 3.8 a 3.7 %.

En cuanto a las expectativas para la inflación general, estas disminuyeron para este año a 3 % y para el próximo a 3.5 %, en respuesta a la publicación de las últimas cifras, mientras que para el mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.5 %.

Asimismo, los pronósticos del Banco para la inflación general se ajustaron a la baja y la convergencia se alcanzaría en el cuarto trimestre de 2020.

Como mencioné en la reunión pasada, resulta complejo calibrar el balance de riesgos para la inflación. Si bien la mayor holgura de la economía mitiga las presiones, en dirección opuesta operan la resistencia de la inflación subyacente, una posible reversión de la no subyacente hacia sus niveles históricos y el riesgo de depreciación cambiaria.

Adicionalmente, persisten otras fuentes internas de incertidumbre que podrían complicar el panorama en los próximos meses, entre las que destacan las siguientes:

La evolución de las finanzas públicas. Para dar cumplimiento a las metas fiscales de este año, el Gobierno Federal dispondrá de 146 de los 260 mil millones de pesos del FEIP, lo que en ausencia de medidas adicionales, aumentará la vulnerabilidad de las finanzas públicas en los próximos años. De hecho, de acuerdo con estimaciones del *staff* del Banco basadas en un marco macroeconómico alternativo, alineado con sus propios pronósticos y con el consenso del mercado, tan pronto como en 2020 podría generarse un faltante adicional en los ingresos de alrededor de 225 mmp. El saldo del FEIP, que ascendería a 114 mmp, resultaría insuficiente para cubrir la diferencia. Además, esta situación podría agravarse de materializarse una desaceleración más pronunciada de la prevista.

El desarrollo de Pemex. Los apoyos fiscales y el paquete de medidas para fortalecer el perfil financiero de la empresa han sido bien recibidos por el mercado y analistas. Las cotizaciones de sus instrumentos de

deuda se han estabilizado y su prima de incumplimiento crediticio se redujo. Sin embargo, a pesar de que se estabilizó su plataforma de producción, los resultados financieros de la empresa al tercer trimestre de este año muestran que aún es prematuro considerar que se han superado los problemas estructurales que le han impedido ser rentable.

La posible reducción en la calificación de Pemex y la soberana. Si bien existe la expectativa del retraso de revisiones adicionales a las calificaciones de Pemex y el soberano, los recientes datos sobre el desempeño desfavorable de la economía, los posibles menores ingresos fiscales y la elevada dependencia de esta empresa del apoyo presupuestal podrían reavivar los temores de recortes.

La incertidumbre por políticas públicas. Aunado a la incertidumbre generada por diversas políticas públicas, la espiral de inseguridad a nivel nacional se ha convertido en uno de los principales obstáculos para el crecimiento económico del país, de acuerdo con especialistas encuestados por este Instituto Central, quienes revisaron nuevamente a la baja sus expectativas de crecimiento para este y el próximo año.

Por todo lo anterior, resulta imperativo que se implementen medidas de política pública que atiendan las causas del bajo desempeño de la economía, que generen confianza para la inversión de largo plazo, eviten un deterioro adicional en el crecimiento potencial y ayuden a sentar las bases para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La economía global, con excepción de Estados Unidos, sigue caracterizada por la debilidad en el crecimiento y la ausencia de presiones inflacionarias en un marco de elevada incertidumbre. Esta situación representa importantes retos para las políticas macroeconómicas. Por una parte, el margen de maniobra para la política fiscal es reducido. Resulta preocupante que el endeudamiento global haya alcanzado máximos históricos de 188 billones de dólares en abril de este año, lo cual representa el 230 % del PIB mundial. Aumentar las cargas de deuda implicaría añadir más vulnerabilidades financieras para la economía mundial y podría representar un grave obstáculo para el crecimiento sostenible. Por otra parte, numerosos bancos centrales han relajado sus posturas monetarias para hacer frente a la desaceleración económica, pero la contribución de los estímulos adicionales es cada vez menor.

En cuanto al entorno interno, la información más reciente confirma que la economía mexicana se encuentra en una fase de estancamiento y con márgenes de holgura crecientes mientras que la inflación general se mantiene alrededor del 3 %. Como se esperaba, las nuevas proyecciones del *staff* para la actividad económica y la inflación se revisan a la baja. Así, bajo el escenario base, se alcanzaría la convergencia a la meta de inflación durante el cuatro trimestre de 2020.

No obstante, para tomar nuestra decisión debemos considerar importantes riesgos a dichas proyecciones que exigen actuar con prudencia y cautela.

Composición de la inflación actual. Si bien la inflación general se ubica alrededor de 3 %, los niveles de sus componentes no corresponden a un equilibrio de largo plazo. En la actualidad los niveles de la inflación no subyacente son anormalmente bajos mientras que los niveles de la subyacente son elevados. Así, tomando en cuenta que el nivel promedio de la inflación no subyacente se ubica muy por encima de la meta de inflación, la inflación subyacente congruente con dicho objetivo resulta ser muy inferior al 3 %. Por ejemplo, el promedio de la inflación no subyacente desde 2009 a la fecha asciende a 5.9 %, frente al 1 % que registra en la actualidad. Considerando que su ponderación en el INPC es de 24.4 %, se requeriría que la inflación subyacente descendiera a 2.1 %, frente al 3.7 % en la actualidad, para que la inflación general se ubicara en el 3 % de forma sostenible. Esto implica que todavía queda un amplio camino por recorrer para consolidar la estabilidad de precios.

Inflación subyacente y fuerzas no cíclicas. La convergencia a la meta puede tomar más tiempo del previsto, de seguir la inflación subyacente mostrando resistencia a disminuir a pesar de la mayor holgura en la

economía, bajo la influencia de fuerzas no cíclicas, como los aumentos del salario mínimo y el anclaje de las expectativas de inflación por encima de la meta.

Nuevos choques de precios. La materialización de diversos choques de precios ocasionaría desviaciones importantes de las trayectorias previstas. Entre ellos resaltan los nuevos ajustes al salario mínimo en diversas regiones del país, que se esperan entren en vigor a inicios del año entrante, y el resurgimiento de presiones al tipo de cambio. Sobre este último, la elevada presencia de inversionistas extranjeros deja al país expuesto en términos de reversión de flujos de capital y escalamiento de la prima de riesgo país.

Problemas estructurales. En su última Consulta Artículo IV, el FMI señala que a pesar del marco de política fiscal prudente, tan pronto como este año la debilidad de los ingresos públicos puede generar presiones. De esta manera, en ausencia de medidas adicionales para elevar ingresos o reducir gasto, estima que surgirá un faltante fiscal de entre 0.5 % y 1.5 % del PIB durante los próximos cinco años. En el núcleo del problema se encuentra Pemex. Ese organismo internacional urgió a las autoridades mexicanas a revisar el plan de negocios de esta empresa para fortalecer su situación financiera y reducir los riesgos al presupuesto. Mientras que estos problemas fundamentales no sean resueltos, debemos actuar con suma cautela.

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 7.5 %. Considero que el nuevo nivel de la tasa de referencia permite disminuir de manera gradual el nivel de restricción de la política monetaria acorde con las condiciones de mayor holgura en la economía y facilitar la convergencia eficiente a la meta de inflación en el plazo en que opera dicha política, así como actuar con prudencia y gradualidad en un entorno de elevada incertidumbre, para permitir a este Instituto Central responder oportunamente ante cambios en las condiciones que enfrenta la economía y en la trayectoria de la inflación hacia la meta.

Es importante recalcar que la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos es tan sólo una referencia, por lo que no define en automático el sentido ni la magnitud de nuestra decisión de política monetaria.

Considerando lo anterior, debemos expresar con claridad en el comunicado 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 particular, considero oportuno recalcar que esta Junta realizará los ajustes en la postura monetaria en función de nueva información y de la evolución de los riesgos. Lo anterior con el propósito de incluir en el lenguaje del comunicado un mensaje de mayor flexibilidad.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Tras haber seguido desacelerándose durante el tercer trimestre, la información oportuna sugiere una estabilización del crecimiento de la actividad económica mundial al cierre de 2019. A este resultado estaría abonando la recuperación de las economías emergentes, que podría incluso más que compensar la trayectoria de debilitamiento de las avanzadas. No obstante, se espera que el crecimiento para el año se mantenga en niveles moderados y, en vista de los riesgos que aún prevalecen, si bien posiblemente atenuados en semanas recientes, la recuperación durante los próximos trimestres se anticipa modesta.

La información de indicadores de la actividad manufacturera global apunta a que esta podría estar alcanzado un punto de inflexión, lo que limitaría el alcance de potenciales efectos adversos sobre el comercio mundial y la actividad en el sector de servicios. Sin embargo, el posible fortalecimiento de la industria manufacturera es aún incierto.

Por su parte, los mercados laborales en las principales economías avanzadas siguen mostrando condiciones apretadas, con tasas de desempleo por debajo de sus niveles de largo plazo. Aunque lo anterior estaría contribuyendo a la tendencia al alza que en estos países muestra la participación laboral dentro del ingreso

nacional, es probable que esta se esté viendo restringida por los aún moderados incrementos de los salarios, lo que a su vez continúa ejerciendo presiones a la baja sobre los precios. De esta manera, la inflación en estas economías se mantiene contenida y en niveles por debajo de los objetivos de sus bancos centrales, situación a la que se suman numerosas economías emergentes.

En este contexto, un número importante de bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, ha continuado implementando medidas de relajamiento monetario. Destaca el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, que en su más reciente reunión redujo en un cuarto de punto porcentual el rango objetivo para la tasa de fondos federales, acumulando en 2019 disminuciones de 75 puntos base. En esta última ocasión la Reserva Federal señaló que no es de esperar ajustes adicionales a la tasa de referencia en el corto plazo. Por su parte, aunque los bancos centrales de la zona del euro, Japón y el Reino Unido han decidido mantener sin cambio tanto sus tasas de política monetaria como sus programas de compras de activos, cabe señalar el sesgo acomodaticio que, en general, estos han mostrado en sus respectivas comunicaciones.

En buena medida como resultado de lo anterior, las condiciones financieras globales han continuado relajándose. Sin duda, esto ha sido producto asimismo de mayor optimismo en torno a algunos eventos. Entre estos, destaca el alivio de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y una menor probabilidad de aranceles adicionales en Estados Unidos a la compra de vehículos y partes provenientes, entre otros, de la Unión Europea. Asimismo, los eventos más recientes apoyan la percepción de que una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo de por medio es actualmente menos probable.

En este entorno, los mercados financieros internacionales han mostrado en las últimas semanas un comportamiento ordenado, en el que se han observado mayores flujos de capital hacia activos más riesgosos. Esto ha favorecido en particular el desempeño de los precios de los activos de las economías emergentes, pero es importante tener presente que estas todavía enfrentan retos de consideración. Entre estos, cabe destacar una desaceleración más allá de lo previsto del crecimiento económico, tanto a nivel global como en algunos de estos países, particularmente China, donde los esfuerzos de las autoridades para implementar medidas contracíclicas podrían resultar insuficientes para el logro de sus objetivos. Asimismo, no puede descartarse un agudizamiento de conflictos de naturaleza social, política o geopolítica, mientras que, como es natural, los avances antes señalados que han dado lugar al mejoramiento de las condiciones financieras globales pueden detenerse e, incluso, revertirse.

En México, durante el tercer trimestre del año la actividad económica continuó estancada, al registrar el crecimiento del PIB una modesta expansión, por debajo de lo anticipado. Así, durante los primeros nueve meses de 2019 esta variable mostró un crecimiento nulo respecto del mismo periodo del año anterior y una cifra ligeramente negativa si se considera la variación acumulada de los últimos cuatro trimestres.

Por el lado de la demanda, el consumo se ha desacelerado y la inversión continúa mostrando una tendencia a la baja. En el caso de las exportaciones manufactureras, se observa una trayectoria positiva de aquellas orientadas el mercado estadounidense, especialmente las automotrices, aunque con descensos recientes y riesgos en vista de la evolución de la producción industrial y del sector automotriz tanto en ese país como a nivel global. Merece destacarse que la debilidad de la inversión fija bruta ha tenido importantes implicaciones para la evolución del acervo de capital de la economía. De hecho, se estima que la tasa de crecimiento de este último acentúe en 2019 la tendencia a la baja que ha venido mostrando en los últimos años, con los consecuentes riesgos para el crecimiento potencial.

Por el lado de la oferta, las actividades terciarias muestran una situación de estancamiento a lo largo de 2019, y el cambio de tendencia observado en los últimos meses es preocupante. Por su parte, la producción industrial sigue registrando atonía, resultado de la pronunciada caída del sector de la construcción y una producción minera que si bien ha dejado de contraerse, se ubica en niveles particularmente bajos.

La debilidad de la economía, combinada con una trayectoria de los salarios incompatible con la evolución de la productividad, se ha reflejado en el mercado laboral. La tasa de desempleo ha mostrado un incremento moderado, pero acompañado de una fuerte caída de la creación de empleos formales, y de aumentos tanto de la tasa de subocupación como de la ocupación en el sector informal. De esta forma, además de atonía, el mercado laboral se caracteriza por una creación de puestos de trabajo en buena medida de baja calidad o que no permiten satisfacer las necesidades de los trabajadores.

La debilidad de la actividad económica en México responde a una combinación de factores, incluyendo un ejercicio del gasto público por debajo de lo programado, pero en lo fundamental a una situación de incertidumbre, derivada en parte de factores externos, entre ellos el proceso de ratificación del acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, a juzgar por la opinión de empresarios y analistas, la principal explicación parece provenir de factores de naturaleza interna relacionados con los problemas de inseguridad, estado de derecho y corrupción que afectan al país, a lo que se agrega la insuficiente claridad de algunas políticas públicas. Procede señalar a manera de ejemplo que el porcentaje de empresas que reportan haber sido víctima de algún delito continuó aumentando durante el primer semestre de este año, y que el costo del crédito para las empresas es claramente más elevado en aquellos estados con mayores índices de criminalidad.

Las perspectivas para la evolución de la actividad económica en los próximos meses se han deteriorado. En parte, este resultado ha estado determinado por factores como huelgas o paros técnicos que afectarán el desempeño de la industria automotriz durante el cuarto trimestre de 2019. Sin embargo, se anticipa que el panorama de una mayor debilidad de la actividad económica continúe a lo largo del año entrante. Por tanto, se espera que la brecha negativa del producto se amplíe en ese lapso. Además, el balance de riesgos continúa mostrando un sesgo a la baja.

La inflación general se ha mantenido estable en cifras cercanas a la meta de 3 %. Como en meses anteriores, lo anterior se explica por un componente no subyacente en niveles muy bajos en relación a su trayectoria histórica, y un componente subyacente que sigue mostrando persistencia en cifras por encima de la meta, aunque recientemente empieza a mostrar lecturas ligeramente menores.

La disminución de la inflación subyacente se explica fundamentalmente por un crecimiento menor de los precios de los servicios. Los riesgos a los que todavía hace frente la trayectoria de la inflación subyacente se ponen en evidencia al considerar que casi el 70 % de la canasta del rubro que agrupa los servicios distintos a la vivienda y educación sin servicios turísticos, sigue mostrando tasas de incremento mensual anualizado superiores a 4 %.

En términos más generales, en una economía caracterizada por una brecha del producto negativa, con un tipo de cambio que aunque con fluctuaciones importantes se ha mantenido la mayor parte del año en niveles más apreciados que al cierre de 2018, con precios de los energéticos que registran tasas anuales de crecimiento negativas y con aumentos año con año de los precios de los productos agrícolas relativamente moderados, los salarios constituyen la variable que parece estar contribuyendo en mayor medida a la persistencia de la inflación subyacente. Ejercicios estadísticos que descomponen la evolución de la inflación subyacente con base en las distintas fuentes de choques sobre esta llevan a la misma conclusión.

En balance, las cifras más recientes sobre la inflación y la trayectoria esperada de diversas variables económicas no alteran de manera sustantiva el panorama para el comportamiento de la inflación general y la subyacente en los próximos meses. De esta forma, se anticipa que ambas definiciones se ubiquen alrededor de la cifra de 3 % en el segundo semestre del año. A mi juicio, la materialización de este escenario es factible, pero está rodeado de incertidumbre, en particular debido a que no se conoce cuál será el ajuste al salario mínimo el año entrante, a la probabilidad de choques de varias fuentes en 2020 con el potencial de incidir sobre la trayectoria del tipo de cambio, y a los retos derivados de un posible debilitamiento de las finanzas públicas y de la volatilidad de los precios de los productos agropecuarios. Si bien el balance de riesgos para la inflación es complejo, ya que también debe considerarse el efecto en sentido contrario de la

esperada ampliación de la brecha del producto, considero que mantiene un sesgo al alza. En este contexto, es preocupante la persistencia de expectativas tanto para la inflación general como para la subyacente, para 2020 y para el largo plazo, por encima de las proyecciones del Banco Central.

Desde la última decisión de política monetaria el tipo de cambio del peso frente al dólar se ha apreciado, al tiempo que los rendimientos de valores gubernamentales, especialmente en algunos segmentos de corto plazo, han disminuido. Lo anterior responde fundamentalmente a los factores de naturaleza externa que han incidido favorablemente en el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

Como lo muestra la experiencia a lo largo de este año, los mercados financieros en México enfrentan riesgos importantes. Más allá de los eventos externos que pueden incidir en la evolución de dichos mercados, existen factores internos de riesgo cuyo impacto puede resentirse inclusive en el corto plazo. Uno de los más apremiantes se deriva de tasas de crecimiento económico consistentemente por debajo de lo esperado.

Asimismo, la situación financiera de Pemex continúa representando motivo de preocupación. Los esfuerzos de refinanciamiento de los pasivos externos de la empresa han tenido un impacto positivo que ha sido reconocido por el mercado. Asimismo, Pemex generó en el tercer trimestre un flujo de caja positivo y la producción de petróleo ha dejado de caer. Sin embargo, existe escepticismo sobre la capacidad de la Institución para cumplir con sus metas de producción y de reemplazo de reservas. En particular, una de las agencias calificadoras, cuya posición es decisiva para el mantenimiento del grado de inversión de Pemex, ha señalado que los niveles de inversión de la empresa se ubican muy por debajo de los que a su juicio se requieren para aumentar la producción y las reservas. En virtud de lo anterior, los mercados parecen seguir descontando que Pemex perderá el grado de inversión.

Ante este escenario, la Institución puede requerir de nuevo apoyo del gobierno federal, lo que ejercería presión adicional sobre las finanzas públicas, que ya enfrentan el reto de lograr los ingresos programados para el año entrante en un entorno de posible debilidad de la actividad económica mayor de lo originalmente proyectado. De esta manera, la calificación de la deuda soberana de México puede también verse afectada.

En este contexto, la complejidad de la situación a la que hace frente la política monetaria se ha acentuado, ya que el crecimiento del PIB ha sido menor de lo anticipado, al tiempo que la inflación subyacente y las expectativas de inflación continúan mostrando persistencia, y se mantiene un entorno de alta incertidumbre que puede resultar en choques para la inflación inclusive en el corto plazo, entre ellos los que podrían derivarse de la política salarial y la situación de Pemex.

Las implicaciones son obvias. Si bien de haber espacios disponibles la política monetaria debe aprovecharlos para relajar su postura, en virtud de los riesgos que se enfrentan esto debe hacerse con cautela. En este momento, el comportamiento reciente de la inflación, su trayectoria esperada y la disminución de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos permiten ajustar a la baja la tasa de política monetaria en México, por lo que 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 7.5 %.

Es importante enfatizar que en un entorno tan incierto, las acciones futuras del Banco Central deben responder a la nueva información y en general al entorno prevaleciente. También considero conveniente señalar que, a mi parecer, las acciones del Banco de la Reserva Federal representan un factor de importancia, pero no necesariamente determinante de la postura de política monetaria del Banco de México. Como ha sido evidente en ocasiones anteriores, las decisiones de este Instituto Central responden a la evaluación de una gama amplia de factores que pueden incidir en la inflación.

Por otra parte, es importante tener presente que la actual debilidad de la economía no puede superarse con medidas de política monetaria. Primero, los márgenes de acción para esta son estrechos, ya que el nivel de la tasa de interés de referencia es un reflejo de los riesgos que se enfrentan. Al respecto, es importante tener presente que el diferencial de tasas de interés frente a otras economías se reduce de manera

considerable al tomar en consideración el riesgo cambiario. Segundo, los modelos del Banco Central sugieren que el impacto de las tasas de interés en la actividad económica es relativamente modesto. Tercero, las medidas macroeconómicas contracíclicas no atacan la causa principal del estancamiento de la economía, esto es, una situación de incertidumbre y un entorno poco propicio para la inversión.

Un relajamiento imprudente de la política monetaria tendría un efecto contrario al buscado, en parte debido a que se convertiría en una fuente adicional de incertidumbre. Los riesgos son particularmente elevados en economías tan abiertas como la mexicana. La política monetaria no es un sustituto de las acciones económicas e institucionales requeridas para fomentar la inversión y aumentar la productividad.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La actividad económica global se ha seguido desacelerando y los pronósticos para este y el próximo año se han revisado a la baja, tanto en economías avanzadas como emergentes. Un factor significativo en este comportamiento se debe a las mayores tensiones comerciales que se han acumulado durante el año. Tanto por la imposición de tarifas entre Estados Unidos y China como por restricciones al comercio en tecnología y a la inversión. Este entorno ha propiciado una reducción en el comercio mundial y en la producción manufacturera, así como en la inversión y en la confianza de los negocios.

En contraste, los servicios en las principales economías avanzadas han tenido un mejor comportamiento, dando soporte al mercado laboral, que mantiene brechas de desempleo históricamente bajas. No obstante, y a pesar de un repunte en los salarios, no se han presentado presiones inflacionarias. Así, la inflación general y subyacente en estas economías se ha mantenido en niveles inferiores a su meta.

La desaceleración económica reciente, asociada principalmente a la incertidumbre comercial ha incidido diferenciadamente entre países, tanto avanzados como emergentes, dependiendo de su grado de apertura y del estado general de sus economías. La zona euro y Japón dependen considerablemente del comercio mundial, su demanda agregada continúa mostrando fragilidad y sus expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido claramente por debajo de su meta. Al respecto, sus bancos centrales han mantenido un importante estímulo monetario, e inclusive el Banco Central Europeo lo amplió considerablemente en septiembre.

Estados Unidos también ha resentido los efectos de las tensiones comerciales, si bien en menor grado, especialmente en un debilitamiento de la inversión y la producción manufacturera. Por su parte, la inflación y sus expectativas han registrado niveles inferiores a su meta.

Por lo antes señalado, en la economía mundial se combinan los efectos de un aumento en la incertidumbre en el comercio con una importante reducción en las tasas de interés en todos sus plazos. Inclusive, más del 30 % de todos los instrumentos de renta fija en circulación ofrecen rendimientos negativos.

Es importante destacar los efectos que este entorno tiene sobre la demanda agregada a nivel global. Por un lado, la inversión y la confianza de los negocios se ha visto afectada considerablemente, especialmente en el sector manufacturero, y por otro, se ha consolidado una perspectiva de tasas de interés bajas por un periodo prolongado. Cabe destacar que la inversión suele ser más sensible a un entorno de elevada incertidumbre económica, que a menores tasas de interés. Por lo que es previsible que persista la debilidad de la inversión, y que las condiciones financieras más relajadas, más que detonar un incremento en la acumulación de capital, apoye al gasto de los hogares y propicie un mayor apalancamiento.

La Reserva Federal redujo por tercera ocasión consecutiva en 25 puntos base el intervalo para el objetivo de la tasa de fondos federales a uno de 1.5 % a 1.75 % y varios de sus miembros han manifestado estar conformes con la postura monetaria alcanzada, en respuesta a los riesgos que enfrentaban. Con estas acciones, la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano dejó de estar invertida, inclusive en los tramos más cortos.

El comportamiento más reciente de los mercados financieros internacionales prevé un entorno de bajas tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos, tanto en las principales economías avanzadas como emergentes. No obstante, cuando se han intensificado las tensiones comerciales u otros factores de riesgo, se han presentado episodios de volatilidad y de búsqueda de activos seguros que han afectado a los mercados emergentes.

Al respecto, si bien recientemente se ha incorporado la expectativa de que se mitigarán las tensiones comerciales, se prevé que este factor de riesgos estará presente por un tiempo considerable y propicie episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y especialmente en las economías emergentes.

Adicionalmente, persisten otros factores de riesgo, tanto relacionados con la estabilidad política en algunos países, como geopolíticos, Brexit sin acuerdo, afectaciones al suministro energético, etcétera, los cuales podrían acentuar la desaceleración del crecimiento global y afectar a los mercados financieros. En particular, algunas economías, especialmente emergentes, han estado sujetas a factores de riesgo idiosincráticos, políticos y asociados a otras políticas públicas, los cuales han reforzado la tendencia de menor crecimiento e incertidumbre, que han obstaculizado a la inversión.

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 las últimas semanas el peso mexicano ha presentado un mejor desempeño que el de otras monedas latinoamericanas, reflejando, en parte los efectos de una mayor tasa de interés de corto plazo.

El complejo entorno externo y los retos internos dejan claro que para nuestro país es necesario mantener una postura macroeconómica sólida que contribuya a un ajuste ordenado tanto en los mercados financieros nacionales como en la actividad económica. En cuanto al componente fiscal, es necesario cumplir la meta de superávit primario para 2019 y alcanzar las del Programa Económico para 2020.

La actividad económica en México se ha mantenido estancada por varios trimestres, con debilidad en todos los componentes de la demanda agregada. En la demanda interna destaca la debilidad de la inversión. A su interior, la inversión pública lleva varios años en contracción, y sigue cargando con el ajuste de finanzas públicas. La inversión privada ha resentido desde finales de 2016 la incertidumbre respecto a la relación comercial en Norteamérica y otros elementos internos. 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, etcétera y la incertidumbre en las condiciones económicas internas.

Adicionalmente, el consumo se ha desacelerado desde el primer semestre del año y la información más reciente muestra debilidad, a pesar de que se mantienen en expansión la recepción de remesas y la masa salarial en términos reales.

La información del tercer trimestre del año muestra que se ha mantenido el estancamiento de la actividad económica y se ha venido retrasando el inicio de la recuperación. Entre los componentes de la producción industrial, persiste la debilidad de la minería -por menor producción de petróleo- y de la construcción, mientras que las manufacturas, que habían tenido un mejor desempeño, han comenzado a perder dinamismo.

El mercado laboral ha registrado una reducción en su ritmo de generación de empleos, con lo cual, a octubre de 2019 se generaron 335 mil empleos formales anuales, que representa una tasa anual de crecimiento de 1.68 %, ambas cifras inferiores a las registradas el año previo, de 719 mil empleos y un crecimiento de 3.74 %.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, el estancamiento de la actividad económica en el tercer trimestre del año confirma que se ha venido ampliando la brecha del producto.

Con base en la información disponible se prevé un menor crecimiento para el resto del año y para el 2020. Así, se anticipa un retraso en la recuperación que se había previsto para el último trimestre de este año.

La actividad económica se mantiene sujeta a importantes elementos de incertidumbre, tanto por factores externos como internos, en particular destacan las tensiones comerciales mundiales que pueden afectar al crecimiento y propiciar un reacomodo de portafolios hacia activos seguros; la posible imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a México; retrasos en la ratificación del T-MEC; factores internos que afecten la confianza y las perspectivas de la economía mexicana; reducciones en los ingresos públicos, y riesgos geopolíticos.

Considerando la debilidad reciente de la actividad económica y el contexto adverso, tanto en lo externo como en lo interno, el balance de riesgos para el crecimiento dentro del horizonte de pronóstico se mantiene sesgado a la baja.

Respecto al 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 mayor confianza para mejorar las perspectivas de inversión.

La inflación general anual ha disminuido de 4.41 % en abril a 3.02 % en octubre. Esto se debe a una considerable reducción del componente no subyacente, que pasó de 6.08 % a 1.01 %, derivado de la importante reducción en el rubro de energéticos y en el de productos agropecuarios. Los cuales registraron recientemente los niveles más bajos de los que se tenga registro. Así, en los últimos meses se han materializado algunos riesgos a la baja en la inflación no subyacente, que han contribuido significativamente a la reducción de la inflación general. Cabe destacar que estos indicadores están sujetos a un alto grado de volatilidad. Considerando todo lo anterior, se prevé que en los siguientes trimestres la inflación general sea ligeramente inferior a la pronosticada en el último Informe Trimestral.

La inflación subyacente anual ha permanecido por más de 9 meses alrededor de 3.8 %, si bien la información más reciente muestra una ligera reducción, registrando 3.68 % en octubre. A su interior, destacan las mayores presiones en los servicios distintos a la vivienda y en las mercancías alimenticias. Ello debido, en parte, a los efectos indirectos de los incrementos de los precios de los energéticos en el segundo semestre del año pasado y los aumentos salariales desde principios del año, los cuales también inciden con rezago. En los próximos trimestres el comportamiento de la inflación subyacente dependerá de la interacción de los factores anteriores con los efectos de la mayor holgura en la economía. Considerando lo anterior, se prevé que la inflación subyacente tendrá una trayectoria descendente gradual hacia 3 % en el horizonte de pronóstico, similar, aunque ligeramente superior, a la prevista en el último Informe Trimestral.

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

Como riesgos al alza para la inflación, destacan la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente; la depreciación del peso por factores externos e internos; la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos; aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos ante riesgos geopolíticos; 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 el peso en respuesta de un mayor apetito por riesgo o por la aprobación del T-MEC; que se mantengan las menores presiones del subíndice no subyacente, y que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto sobre la inflación subyacente sea mayor al previsto.

Así, en un entorno en el que 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 previsto para la inflación general, se mantiene incierto.

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 enfrenta 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 inciden sobre la economía y la inflación.

Respecto a la información y las expectativas que se pueden obtener de diversos instrumentos de mercado, destaca que las curvas de rendimientos nominal y real están invertidas en sus tramos más cortos. Adicionalmente, 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.

El haber mantenido una postura macroeconómica y monetaria prudente en los últimos años, ante un entorno externo e interno, complejo y volátil, ha sido un factor 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. Esto especialmente en los últimos meses, donde se ha enfrentado una desaceleración en la actividad económica mundial, condiciones financieras globales más relajadas y en presencia de factores de riesgo 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 un menor crecimiento económico y un contexto adverso para la inversión, con menores tasas de interés. Adicionalmente, la inflación general se ha venido reduciendo, resultado de una disminución considerable en su componente no subyacente, con relativa estabilidad en la subyacente.

Este entorno apunta, en su escenario central, hacia menores presiones de inflación y que ésta se mantenga alrededor de su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Al respecto, es necesario determinar el mejor balance para la postura de política monetaria, que incorpore un entorno externo de menores presiones inflacionarias y tasas de interés; una inflación general alrededor de su meta, con una inflación subyacente con resistencia a disminuir y una no subyacente atípicamente baja; una importante ampliación de la holgura en la economía, derivada de la mayor debilidad económica; la necesidad de alcanzar un alineamiento adecuado de las tasas de interés de corto plazo que procure un ajuste ordenado de la economía, que esté en sintonía con el comportamiento de la curva de rendimientos y las primas de riesgo, que mantenga el atractivo de los mercados de renta fija nacionales y genere confianza, que no esté atado a condiciones monetarias relativas de otras economías que responden a un contexto diferente, y que propicie que la curva de rendimientos incorpore expectativas de tasas de interés de corto plazo congruentes con los objetivos del banco central.

Lo anterior sugiere que la adecuación de la postura de política monetaria en el entorno actual sea gradual, incorpore toda la información disponible y responda en todo momento a las condiciones 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.

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 7.5 %.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de noviembre de 2022

www.banxico.org.mx