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 4 de octubre de 2018

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 4 DE OCTUBRE DE 2018

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

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 3 de octubre de 2018.

Asistentes:
Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Manuel Ramos Francia, Subgobernador.
Miguel Messmacher Linartas, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente 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.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde la última decisión de política monetaria, el entorno externo se ha vuelto más complejo, debido a la intensificación y materialización de algunos riesgos, en especial los asociados con el proteccionismo comercial. También persiste la incertidumbre sobre los efectos que este pueda tener, tanto en el crecimiento y la inflación a nivel global, como en los mercados financieros internacionales, aunada a la creciente erosión en la confianza de los hogares y los negocios.

En el corto plazo, si bien el panorama de la actividad económica mundial se mantiene relativamente estable, han aumentado los riesgos de una mayor inflación y es visible que los bancos centrales adopten una postura monetaria restrictiva, en particular en Estados Unidos y países emergentes. Por otra parte, se espera que los mercados financieros internacionales continúen mostrando episodios de volatilidad y aversión al riesgo, lo cual generará que las condiciones de liquidez se estrechen cada vez más, afectando principalmente a las economías emergentes.

En este sentido, se prevé un deterioro en el balance de riesgos para el entorno internacional en sus diferentes componentes. Por ello, se deberá prestar especial atención a la política monetaria en los países avanzados, especialmente en Estados Unidos, así como a los problemas de países emergentes con fundamentos débiles o con desbalances macroeconómicos, por el potencial riesgo de contagio hacia el resto de las economías.

Comparado con 2017, año en donde se observó una sólida expansión en prácticamente todas las regiones del mundo, es factible que solo algunos países lograrán experimentar una aceleración en sus actividades económicas en los meses por venir. Con respecto a las economías avanzadas, se han vuelto más persistentes las diferencias en el dinamismo de crecimiento.

Si bien se estima que la economía de Estados Unidos siga creciendo a un ritmo elevado hasta 2020, gracias al mayor estímulo fiscal, la posición cíclica de esa economía podría empezar a ser un factor que reduzca su dinamismo.

En contraste, el desempeño económico en la zona del euro, Japón y Reino Unido a lo largo de este año ha mostrado debilidad, lo que propició que se ajustaran a la baja las proyecciones de crecimiento, incluso por debajo de su potencial.

En lo que se refiere a las economías emergentes, mientras que la perspectiva de crecimiento para la mayoría de países exportadores de petróleo ha mejorado de forma significativa, existe consenso de un deterioro en los indicadores económicos para ciertos países, en especial Argentina, Brasil, Irán y Turquía.

Por otra parte, la desaceleración de la economía china, por la fase avanzada en su ciclo económico podría agravarse, debido al escalamiento de la guerra comercial entre ese país y Estados Unidos. Por ello, si bien no se espera observar una contracción abrupta en el crecimiento global en el corto plazo, el balance de riesgos está sesgado a la baja.

La inflación general en las principales economías avanzadas continúa convergiendo a los objetivos de sus respectivos bancos centrales, no obstante la subyacente se mantiene por debajo de sus metas.

Un factor relevante que ha contribuido al aumento de los precios a nivel global es el encarecimiento de los energéticos.

Por su parte, en la mayoría de las economías avanzadas, los mercados laborales están presentando condiciones de mayor apretamiento, con niveles de desempleo por debajo de su tasa natural. Si bien hasta ahora no se perciben presiones sobre los salarios, es de esperar que en el futuro estas empiecen a tener efectos en los precios.

Asimismo, destaca que en los recientes comunicados de bancos centrales, tanto de los países avanzados como emergentes, se ha hecho un mayor énfasis sobre posibles presiones inflacionarias en el corto plazo por el escalonamiento del proteccionismo comercial.

Derivado de lo anterior, el balance de riesgos para la inflación global en el corto plazo está sesgado al alza, aunque de forma heterogénea.

Por lo que se refiere a los países desarrollados, en Estados Unidos, la Reserva Federal ha continuado con el proceso de normalización de su política monetaria conforme lo había anunciado. Así, en su decisión de septiembre pasado, incrementó por tercera vez este año la tasa de referencia en 25 puntos base, para dejarla en un rango de 2% a 2.25%. Con base en la mediana de los pronósticos de la tasa de fondos federales, en principio, se esperan cuatro incrementos adicionales para finalizar el ciclo de alza de tasas en 2020.

Por otra parte, el comunicado resalta la solidez del crecimiento económico y del mercado laboral, así como la convergencia de la inflación anual a su objetivo de 2%. En este sentido, el riesgo de una sorpresa inflacionaria en dicho país sigue latente, y no se descarta la posibilidad de una aceleración en el ajuste de su tasa de referencia mayor a lo previsto.

Mientras tanto, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra siguen firmes en su plan de normalización de acuerdo a lo previsto, a pesar de que este último continúa enfrentando presiones inflacionarias. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su postura monetaria altamente acomodaticia y en el horizonte que sea necesario.

Dentro del bloque de las economías emergentes, la inflación ha mostrado una gradual tendencia al alza, aunque el panorama también es heterogéneo y han aumentado los riesgos de una mayor inflación en varias de estas economías.

Por ello, es factible que los bancos centrales de estas economías adopten una postura más restrictiva en sus próximas decisiones de política monetaria. Cabe resaltar el caso del Banco Central de la República de Argentina, que pasó de un esquema de objetivos de inflación a uno de determinación de reglas monetarias, para controlar el nivel de inflación que se ha exacerbado en el país y recuperar el ancla nominal para su economía.

En el mediano plazo, se prevén otros factores de riesgo para la inflación mundial, entre ellos, destacan una aceleración más rápida de lo previsto en la inflación en los Estados Unidos, que podría derivar en un cambio inesperado de política monetaria de la Reserva Federal, y que continúe la tendencia alcista en los precios de los combustibles.

En los mercados financieros internacionales, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las divisas, se presentó un aumento generalizado en las tasas de interés y los principales índices accionarios retrocedieron en el margen, con excepción de Estados Unidos y Japón.

Asimismo, dicho panorama puso en evidencia ciertas vulnerabilidades locales en diversas economías emergentes. Esto provocó movimientos abruptos en sus mercados financieros y un sentimiento negativo generalizado hacia mercados emergentes con una importante salida de flujos de capital por parte de inversionistas extranjeros, en particular en activos de renta fija.

En el corto plazo, entre los principales eventos de riesgo a considerar se encuentran la implementación de medidas proteccionistas adicionales, un ajuste en el ritmo de normalización de política monetaria y un contagio generalizado en las economías emergentes.

En México, el panorama de la actividad económica parece haber mejorado ligeramente, aunque aún se observa cierto margen de holgura. Sin embargo, el repunte en los precios de los energéticos en los meses recientes ha constituido la principal barrera para lograr la convergencia hacia la meta de inflación, ya que se ha convertido en un fenómeno menos transitorio de lo esperado y, además, existen indicios de una posible afectación sobre la inflación subyacente. En este contexto, existen señales claras de que la velocidad con la que venía disminuyendo esa variable ha caído.

Por otra parte, desde la última reunión de política monetaria, los mercados financieros nacionales han registrado un desempeño negativo influidos por las tensiones que se han observado en los mercados emergentes. A pesar de ello, la moneda nacional ha tenido un desempeño relativamente favorable en comparación con las divisas del bloque.

Así, el balance de riesgos para la inflación sigue siendo al alza y, al parecer, se ha deteriorado desde la última decisión de política monetaria.

De acuerdo con los indicadores oportunos, durante el tercer trimestre de 2018, la actividad económica se expandió, luego de la contracción registrada en el segundo trimestre.

No obstante, el pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2018 se mantuvo sin cambio en 2.2%. Por su parte, la previsión para 2019 se redujo de 2.6% a 2.3%, principalmente por tres factores: los retos de implementación de la política que enfrentará la nueva administración, la debilidad de la inversión pública y privada, y la baja producción de la plataforma petrolera.

El reciente anuncio del acuerdo comercial entre Estados Unidos, México y Canadá es sin duda una buena noticia que disipó la incertidumbre que se había observado en los últimos meses y que había afectado las decisiones de gasto e inversión en el país, sin embargo, aún falta la aprobación legislativa en los tres países y se prevén retos en algunos rubros para su implementación.

En este contexto, el balance de riesgos para la actividad económica en el corto plazo continúa sesgado a la baja. En adición a los factores de riesgos del entorno internacional previamente mencionados, se destacan los siguientes riesgos internos: la incertidumbre en cuanto a las políticas públicas de la nueva administración y que la plataforma de producción petrolera continúe significativamente por debajo de lo programado.

También persisten riesgos para el crecimiento potencial de mediano y largo plazo asociados a una eventual desaceleración de la economía estadounidense, a una pérdida de eficiencia y productividad de la economía mexicana ante la posible disrupción de cadenas mundiales de valor, y a una pérdida de competitividad de la economía nacional por factores internos, como el agravamiento de la inseguridad, una desviación del proceso de consolidación fiscal en curso, así como políticas públicas que afecten el crecimiento potencial de nuestro país.

El contagio a los activos mexicanos ante los acontecimientos en otros mercados emergentes ha sido contenido, en gran parte, gracias a fundamentos macroeconómicos estables, a la instrumentación de una política monetaria responsable por parte de este Instituto Central y, recientemente, la confirmación del nuevo tratado trilateral de América del Norte.

Desde la última reunión de política monetaria a la fecha, el peso presentó una depreciación del 0.9%, y se observó un ligero deterioro en las condiciones de operación así como una reducción en las posiciones cambiarias en favor del peso. Sin embargo, el movimiento en el tipo de cambio fue limitado en comparación con sus pares y continúa siendo la divisa emergente con mejor desempeño este año, acumulando una apreciación de 5%.

Las tasas de interés de valores gubernamentales registraron incrementos de hasta 17 puntos base. Asimismo, se observaron flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros, los cuales se concentraron en instrumentos de mediano y largo plazo. No obstante, el índice de condiciones de operación presentó una mejora, principalmente por los componentes de profundidad y volatilidad en el mercado, aunque el volumen continuó débil.

Pese al entorno adverso, el índice de estrés de los mercados financieros del país disminuyó en todos sus componentes. En el mismo sentido, las diferentes métricas respecto al riesgo crediticio del país no han presentado ajustes importantes y se mantienen en niveles consistentes con el perfil de riesgo.

A continuación, se identifican algunos factores que podrían intensificar el panorama de riesgos de los mercados financieros nacionales: la volatilidad asociada a movimientos abruptos en los mercados internacionales, debido a la apertura y nivel de liquidez de nuestro mercado local, la incertidumbre sobre la conducción de la política fiscal de la nueva administración federal y el riesgo asociado a la posible postergación en la formalización del nuevo acuerdo comercial, dado el proceso electoral en Estados Unidos.

En cuanto a inflación y política monetaria, en la primera quincena de septiembre de 2018, la inflación general anual ascendió a 4.88%, nivel ligeramente inferior al 4.9% registrado durante agosto. La inflación subyacente anual disminuyó de 3.63% a 3.56% durante el mismo lapso.

En contraste, la inflación no subyacente anual aumentó de 8.8% a 8.9% durante el periodo referido, alcanzando el nivel más elevado del año.

De observar las tendencias de ambos indicadores durante los últimos doce meses, se aprecia que mientras que la inflación subyacente continúa con la tendencia a la baja, si bien cada vez a menor ritmo, la no subyacente ha confirmado su tendencia alcista, explicado principalmente por el aumento en los precios de los energéticos.

Asimismo, en lo que se refiere a las expectativas de inflación, la información de las encuestas de este Instituto Central revela lo siguiente: para la inflación general al cierre de 2018 y 2019, estas aumentaron nuevamente, de 4.25% a 4.5% y de 3.6% a 3.7%, respectivamente.

Sin embargo, para la inflación subyacente, estas se redujeron de 3.6% a 3.53% para el cierre de 2018 y se mantuvieron sin cambios para el siguiente año, en 3.43%. Por último, las expectativas de mediano y largo plazos se mantienen estables alrededor de 3.5%.

Tomando en cuenta las proyecciones internas del Banco, se espera un nuevo retraso en la convergencia de la inflación general y sus componentes respecto a lo anunciado en el último Informe Trimestral.

En prospectiva, el balance de riesgos para la inflación durante los próximos meses está sesgado al alza por la expectativa de que los precios de los energéticos sigan aumentando.

Debe tenerse en cuenta que entre mayor sea la duración de un choque transitorio, como el que ha ocurrido en el precio de los energéticos, la probabilidad de que se materialicen efectos de segundo orden aumenta. Asimismo, que las medidas proteccionistas y compensatorias afecten la dinámica inflacionaria; los posibles incrementos salariales que no estén asociados con aumentos en la productividad, y un gasto público mayor al anticipado y que continúe la tendencia inercial hacia gasto corriente.

Para fines de tomar la decisión de política monetaria, conviene señalar que los riesgos provenientes del entorno externo, en el corto plazo, no han cambiado mucho respecto a los analizados en nuestra anterior reunión de decisión monetaria, salvo por el agravamiento en el riesgo de contagio proveniente de economías emergentes. Sin embargo, destaca un deterioro en el balance de riesgos de las condiciones externas en el mediano y largo plazos.

Por otra parte, las condiciones internas que enfrenta México han mejorado en el margen.

En primer lugar, el anuncio del acuerdo comercial entre Estados Unidos, México y Canadá es, sin lugar a duda, una noticia positiva que puede contribuir a fortalecer la confianza en el país.

En segundo, el presidente electo y su equipo de transición han seguido manifestando su compromiso de preservar finanzas públicas sanas y fortalecer los fundamentos macroeconómicos. No obstante, es necesario conocer el detalle de las políticas públicas que impulsará el nuevo gobierno y sus efectos sobre la productividad y competitividad del país.

En tercer lugar, los indicadores oportunos apuntan un crecimiento del PIB durante el tercer trimestre, si bien se observa cierto margen de holgura.

Por último, pese al desempeño negativo en otras economías emergentes durante los últimos meses, hasta el momento, México ha logrado distinguirse con respecto a sus pares gracias, entre otros factores, a la política monetaria responsable que ha llevado este Instituto Central.

Por su parte, desde la última reunión de política monetaria, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. La causa fundamental es el repunte en los precios de los energéticos, que ha resultado ser más severo y persistente de lo previsto. Adicionalmente, hay evidencia de que dicho aumento ha generado ciertos efectos en el componente subyacente, lo que ha frenado su velocidad para descender, retrasando por tercera vez su convergencia en los tiempos anunciados.

Lo anterior es un factor de preocupación, ya que conforme se alarga el choque en el precio de los energéticos, la posibilidad de que produzca efectos de segundo orden en la formación de precios se incrementa.

Por todo lo anterior, la decisión de voto en esta ocasión resulta compleja. Por un lado, la inflación aún se encuentra en niveles altos y su velocidad de convergencia se ha reducido. Por otro lado, en el margen, el componente subyacente continúa con una tendencia descendente conforme lo pronosticado y, al mismo tiempo, las condiciones internas han mejorado. Por ello, mi intención de voto es a favor de esperar a contar con información adicional y, por el momento, mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 7.75%.

Finalmente, es importante comunicar que, en la medida en que se observe un deterioro en las condiciones financieras internas o externas, o ante la materialización de posibles riesgos, se tomarán las acciones pertinentes y oportunas para mantener ancladas las expectativas y asegurar la convergencia de la inflación hacia su meta dentro del horizonte previsto.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

El dinamismo de la actividad económica mundial parece estarse moderando, en parte como resultado de la materialización de algunos de los riesgos que se habían señalado con anterioridad.

En este contexto, las previsiones para el crecimiento global durante este año y el siguiente se han revisado a la baja, al tiempo que el balance de riesgos continúa presentando un sesgo negativo que se ha acentuado en meses recientes.

Entre los principales factores de riesgo para la economía mundial se encuentran los efectos nocivos, tanto directos como indirectos, que podrían desprenderse de posturas de política comercial más restrictivas. De hecho, diversos indicadores oportunos sugieren que lo anterior ha comenzado a manifestarse en economías y regiones más allá de las directamente involucradas. Las tensiones en esta materia son variadas y, en algunos casos, parecen haberse atenuado en virtud de acuerdos alcanzados, como el recientemente anunciado entre los países de América del Norte.

No obstante, persisten los riesgos de un agudizamiento adicional de las tendencias proteccionistas, destacando el caso del conflicto entre Estados Unidos y China, por su potencial impacto global. Lo anterior, no solo como resultado de la magnitud de las medidas planteadas y de la importancia de estas economías en el contexto mundial, sino también, por su significativa participación en procesos productivos enmarcados en cadenas globales de valor.

Asimismo, la posibilidad de una normalización monetaria en Estados Unidos más rápida de lo anticipado y su efecto en las condiciones financieras globales no puede descartarse.

Si bien tras haber incrementado el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base durante su última reunión de política monetaria, la Reserva Federal ha reiterado su intención de proceder con el ciclo de alzas de tasas de manera gradual, el riesgo de que el ajuste requerido sea más acelerado al previsto persiste. Por una parte, podrían surgir presiones de demanda sobre los precios, como resultado del aparentemente reducido grado de holgura en la economía, en un contexto de estímulo fiscal. Por la otra, la introducción de aranceles, como los planteados a las importaciones de ese país, podría incidir en la inflación.

En contraste con lo anterior, las perspectivas de política monetaria para otras economías avanzadas como Japón y la zona del euro, apuntan a ajustes apenas moderados y en un horizonte mucho más prolongado. Las divergencias en las tasas de interés de los principales bancos centrales que de esto resultarían, podrían inducir movimientos pronunciados en los mercados financieros internacionales con implicaciones de consideración para los precios de los activos de estas y otras economías, incluyendo las emergentes.

Asimismo, cabe agregar las dificultades económicas y financieras que podrían desprenderse de los elevados niveles de incertidumbre de índole política y geopolítica en un número importante de economías, como lo ilustran el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, el debate en torno a las propuestas en

materia fiscal del nuevo gobierno de Italia, las elecciones intermedias del próximo mes en Estados Unidos y las elecciones presidenciales en Brasil, entre otros.

En este entorno, los mercados financieros internacionales han continuado registrando un comportamiento relativamente volátil, caracterizado por una recomposición de carteras hacia activos menos riesgosos y el consecuente efecto adverso en los flujos de capital hacia las economías emergentes. Además, la situación se ha complicado por las alzas en las cotizaciones internacionales del petróleo y otros energéticos, en virtud de sus potenciales efectos, tanto sobre la inflación como sobre la actividad económica global.

En México, después de la contracción observada en el segundo trimestre de este año, la actividad económica repuntó a principios del tercero. Lo anterior, se explica principalmente por la continuación de una tendencia al alza del sector servicios y cierta recuperación de la producción industrial. La información disponible por el lado de la demanda es limitada, sin embargo, se observa un comportamiento dinámico de las exportaciones y los indicadores oportunos sugieren una nueva reactivación del consumo privado tras el estancamiento observado en el segundo trimestre.

Es de esperarse que la trayectoria de la actividad económica se regularice a lo largo del segundo semestre del año, después de las fluctuaciones observadas en meses previos como resultado, fundamentalmente, de los desastres naturales de finales de 2017. Así, se confirma la expectativa de un crecimiento del PIB ligeramente por debajo del potencial, tanto en 2018 como en 2019.

En balance, los distintos indicadores sugieren en la actualidad una brecha del producto alrededor de cero. De materializarse las expectativas de crecimiento económico para el resto de este año y el siguiente, se observarían condiciones de holgura menos estrechas, aunque consistentes con una brecha del producto no muy lejana de cero.

En este contexto, el mercado laboral continúa mostrando una situación de apretamiento. La tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos, si bien no ha mostrado descensos adicionales, fluctuando alrededor de sus cifras actuales durante un periodo relativamente prolongado. Por otra parte, aunque los costos laborales unitarios para la economía en su conjunto han aumentado recientemente, esto se ha presentado a partir de niveles reducidos y, en general, no se observan presiones salariales excesivas.

A mi juicio, el balance de riesgos para la actividad económica mantiene un sesgo a la baja, aunque este se ha atenuado como resultado de la conclusión de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos, Canadá y México. Si bien la ratificación del acuerdo entre estos tres países todavía llevará un periodo prolongado, lo que puede dar lugar a incertidumbre, esta debería disminuir de manera importante frente a la observada antes del reciente anuncio, proporcionando un estímulo a la demanda interna y, especialmente, a la inversión privada.

No obstante lo anterior, la actividad económica en México podría verse afectada, entre otros factores, por la desaceleración del gasto público que generalmente se observa al inicio de una nueva administración, por nuevos descensos de la producción de petróleo, por las implicaciones para la economía mundial de un acrecentamiento de las tendencias proteccionistas y por potenciales episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales derivados de sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos u otras causas.

El comportamiento de la inflación en México continúa mostrando un patrón caracterizado por una evolución del componente subyacente en línea con lo previsto, y una trayectoria del no subyacente por encima de lo anticipado y con una persistente tendencia al alza. De esta forma, la inflación general ha excedido las expectativas y aún no inicia la disminución de la tasa anual que se había proyectado para el segundo semestre del año. Este comportamiento obedece, principalmente, al fuerte crecimiento de los precios internacionales de los energéticos, particularmente la gasolina y el gas LP, lo que se ha combinado con una menor compensación fiscal al incremento de los precios del primero de estos productos. Lo anterior ha

repercutido no solamente en la inflación no subyacente sino también, aunque de manera menos pronunciada, en la subyacente, a través del incremento en costos de producción de algunos de los bienes incluidos en la canasta de este indicador.

En este contexto las expectativas de inflación para el cierre de 2018 y, en menor medida, las correspondientes a finales de 2019, han aumentado.

Las expectativas de inflación de largo plazo basadas en encuestas se han mantenido estables, aunque en niveles por encima de la meta del 3%, al tiempo que los diferenciales entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales siguen elevados, sugiriendo la percepción en los mercados de riesgos a la alza para la inflación en el mediano y largo plazos.

Las perspectivas para el comportamiento de la inflación en los próximos meses continúan siendo complejas. Si bien la reciente conclusión de las negociaciones de un acuerdo comercial en América del Norte mitiga algunos de los riesgos para la inflación, otros se han acentuado.

En mi opinión, la inflación continúa enfrentando un balance de riesgos al alza. Por una parte, el impacto del aumento reciente de los precios de los energéticos, superior a lo anticipado, se complica por cotizaciones a futuro para la gasolina y el gas LP que también implican una trayectoria de los precios de estos bienes en los próximos meses por encima de lo previsto hasta hace poco. Además, las consecuentes presiones sobre la inflación pueden verse acentuadas en 2019 por la probable reversión del comportamiento favorable de los precios de los productos agropecuarios a lo largo de este año. A lo anterior cabe agregar el riesgo de mayores presiones salariales, ya sea como resultado de las apretadas condiciones en el mercado laboral o del anticipado ajuste al salario mínimo.

En las últimas semanas, el tipo de cambio del peso frente al dólar ha continuado mostrando un comportamiento relativamente ordenado, bajo condiciones de operación en este mercado adecuadas y una trayectoria, en general, más favorable que la de otras monedas emergentes. La conclusión del proceso electoral en México y de las negociaciones comerciales en Norteamérica, atenúan algunos de los principales factores de incertidumbre y presiones potenciales sobre el tipo de cambio del peso. Esto abre ciertos márgenes de maniobra a la política monetaria ante las alzas anticipadas de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos.

No obstante, como lo muestra la experiencia reciente, la posibilidad de presiones sobre la moneda nacional y, por esta vía, sobre la inflación, persiste. Al respecto, destacan el riesgo de ajustes no previstos de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos; de episodios de nerviosismo en los mercados financieros internacionales, asociados a un mayor proteccionismo global, a una mayor percepción de riesgo en activos de economías emergentes o a eventos geopolíticos o de otra índole; y de incertidumbre en torno a la política económica de la nueva administración.

En balance, del conjunto de factores antes señalados se desprende un escenario en el cual la inflación general puede mostrar un comportamiento por encima de lo proyectado en el más reciente Informe Trimestral, cuando menos durante buena parte del año entrante. Ante esta situación, puede ponerse en riesgo la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte contemplado en dicho Informe.

Si bien lo anterior es atribuible fundamentalmente a choques de oferta, por lo anteriormente señalado estos pueden prolongarse durante un periodo considerable, acrecentando de manera importante el riesgo de efectos de segundo orden. Este riesgo es particularmente elevado en un entorno en el que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido persistentemente por encima de la meta. De esta forma, se puede ver afectada la credibilidad del Banco Central, lo que implicaría costos elevados para la Institución y la economía.

El Banco de México debe adoptar las medidas requeridas para buscar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte previsto. Por tanto, en virtud de las circunstancias antes descritas, la probabilidad de que se requieran ajustes adicionales a la postura de política monetaria en el corto plazo ha aumentado.

Las acciones en materia monetaria son fundamentales para alcanzar y mantener la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, estos esfuerzos tendrán costos mayores para la economía e incluso pueden resultar insuficientes en ausencia de un apoyo adecuado de la política fiscal. De ahí, la importancia de que, además de mantener una posición fiscal sólida en 2019, se dé una atención oportuna a los retos que enfrentan las finanzas públicas en el mediano y largo plazos.

A mi parecer, la pregunta más relevante para las autoridades monetarias y fiscales en esta etapa es qué debemos hacer para preservar lo alcanzado y solventar con la suficiente antelación las tareas pendientes.

Con base en estas reflexiones, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 7.75%.

MANUEL RAMOS FRANCIA

Considero que los tres elementos más importantes, provenientes del entorno externo que enfrenta México, son los siguientes: primero, una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas; segundo, tensiones comerciales entre países y/o regiones, y tercero, los factores idiosincráticos en algunas economías emergentes.

Con respecto al primero, el ritmo de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas difiere, reflejando principalmente las diferentes fases del ciclo de negocios por las que estas atraviesan.

Claramente, la Reserva Federal de los Estados Unidos, es el banco central que, a través de diferentes acciones, ha procedido con mayor velocidad. Ello es resultado del mayor dinamismo que dicha economía registra presentando, como consecuencia, mayores niveles y presiones sobre la inflación.

Quizás el tema más relevante en este caso es sobre si ha cambiado la naturaleza de la formación de precios en ese país. En efecto, al considerar la fase del ciclo de negocios por la que atraviesa la economía de los Estados Unidos, podrían esperarse mayores presiones sobre los salarios y la inflación. En particular, la discusión se ha venido llevando a cabo en el contexto del aparente aplanamiento de la curva de Phillips en ese país.

Las razones que se han venido sugiriendo para dicho aplanamiento son la disciplina en precios y salarios, que resultan de la globalización, así como los incrementos en la productividad, provenientes de la automatización de los procesos productivos.

Más recientemente, también se han analizado las prácticas laborales de grandes empresas, que inhiben la rotación en el mercado laboral, así como los efectos sobre la formación de precios, derivado de la existencia de grandes empresas, como Amazon.

En este contexto, la incertidumbre sobre el proceso de formación de precios en la economía de Estados Unidos, eleva la probabilidad de que podría presentarse una sorpresa adversa inflacionaria. Ello, necesariamente conduciría a un escenario más complicado y desordenado de normalización monetaria en esos países y, en particular, para los mercados emergentes.

En efecto, no considero que sea un gran riesgo de que la tendencia de la inflación en los Estados Unidos sea gradualmente al alza, y que el proceso de normalización en ese país, sea como el comunicado hasta ahora: transparente y gradual. El problema, nuevamente, sería que se diera una sorpresa inflacionaria en ese país.

Segundo, las tensiones y disputas comerciales entre países y regiones, representan un riesgo severo sobre el crecimiento de la economía global. En los últimos años, el número e intensidad de acciones proteccionistas ha venido creciendo de manera importante. A pesar de que en algunos casos han surgido nuevos acuerdos comerciales, como el recientemente propuesto entre los Estados Unidos, Canadá y México, la evidencia apunta a que dichas acciones ya están teniendo impactos adversos sobre el volumen del comercio mundial, así como el gasto de capital a nivel global.

Finalmente, en los últimos meses, también han surgido crisis financieras en algunas economías emergentes. Tales son los casos de Turquía y Argentina. Claramente los problemas que enfrentan diferentes economías emergentes difieren, pero quizás podrían mencionarse dos elementos en común: un inadecuado manejo macroeconómico, especialmente fiscal, así como debilidad institucional, en particular, en lo referente a la independencia del banco central. Los elementos anteriores se combinan para representar un entorno adverso para los precios de los activos de las economías emergentes.

Las condiciones cíclicas de le economía mexicana continúan relajándose gradualmente. Ello es notorio en prácticamente todos los grupos de indicadores sobre las condiciones de holgura que monitorea el Banco de México, con excepción de aquellos relacionados con el mercado laboral.

A pesar de lo anterior, la inflación subyacente ha mostrado un importante grado de persistencia, situándose desde el mes de junio en niveles un poco por arriba de 3.6%. La inflación subyacente fundamental, obtenida del indicador de precios, que se construye a partir de los genéricos que más responden al ciclo económico, se ha situado entre el 3.4% y 3.45% en los últimos cinco meses. Ello ha sucedido no solo en un contexto de desaceleración del crecimiento de la actividad productiva, sino también, ante una evolución relativamente más favorable del tipo de cambio.

Tomando en cuenta la evolución reciente de la inflación subyacente, así como la de los precios de los energéticos, considero que el cumplimiento de la meta de inflación, en el horizonte propuesto por el Instituto Central, está actualmente sujeto a un elevado grado de riesgo.

Ante los choques que enfrentaron los precios al consumidor en el año 2017 y el repunte que mostró la inflación durante ese año, el Banco de México ha venido ajustando su postura de política monetaria para conducir a la inflación a su meta de 3% en un horizonte congruente con los diversos canales de transmisión monetaria, operando a cabalidad.

En las últimas siete a ocho decisiones, el Instituto Central ha venido comunicando cambios en dicho horizonte, primero a lo largo de 2018, posteriormente en 2019, y actualmente hacia el segundo trimestre de 2020. Esta última previsión es la que considero está sujeta a un elevado grado de incertidumbre.

Por otra parte, considero que una de las principales razones por las que los precios de los activos mexicanos se han comportado en las últimas semanas razonablemente bien, es por la prudencia que muestra la postura monetaria en nuestro país, así como la relativa a los Estados Unidos. En efecto, la curva de rendimientos en nuestro país se ha mantenido relativamente plana, mientras que los diferenciales de tasas de interés entre México y los Estados Unidos se han mantenido relativamente elevados. Ello ha sucedido en un entorno en donde el canal monetario de toma de riesgos se encuentra operando de manera intensiva, por lo que los flujos de capital son muy sensibles a los diferenciales de tasas.

En este contexto, en mi opinión, la actual postura monetaria, prudente y defensiva, tanto interna como relativamente, ha jugado un papel importante en la evolución favorable reciente de los mercados financieros y de los precios de los activos mexicanos.

Como ya comenté, considero que la evolución de la inflación en los siguientes trimestres está sujeta a un elevado grado de incertidumbre. Algunos de estos riesgos son de naturaleza cíclica, mientras que otros son

de naturaleza más estructural. Sin embargo, ambos parecen estar operando actualmente y principalmente en la misma dirección. A continuación menciono los que considero son más importantes:

La inflación muestra actualmente un elevado grado de persistencia. Ello puede ser consecuencia de diversos factores. En general, la persistencia se introduce en el proceso inflacionario a través de mecanismos formales e informales que buscan proteger a los agentes económicos del riesgo inflacionario y/o cambiario. Dichos mecanismos son utilizados en contratos o en otras formas de derivar transacciones en la economía, siendo que la formación de precios en esta no es congruente con la meta del 3%. A su vez, puede haber varias razones para ello, pero al final del día, el que las expectativas de inflación de largo plazo se hayan situado por ya varios años en niveles de alrededor de 3.5%, implica que los agentes económicos le asignan una baja probabilidad a que la meta de 3% para la inflación se cumpla.

Segundo, las finanzas públicas muestran un elevado grado de vulnerabilidad. En los años previos al 2017, el endeudamiento público se incrementó de manera considerable, mientras que la reducción que dicho endeudamiento mostró el año pasado, se basó en gran medida en reducciones al gasto público en inversión. En efecto, del valle de 2007 al pico de 2016, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público se incrementó de 28.8 puntos del PIB a 48.7 puntos, esto es, 20 puntos del PIB en nueve años. Por su parte, del año 2013 al año 2016, este saldo histórico aumentó de 37.2% del Producto, a 48.7%, esto es, casi 3 puntos por año. En 2017, dicho indicador se redujo a 46 puntos del PIB. Dicha reducción es difícil que pueda ser sostenible, ante los bajos niveles que registra la inversión púbica actualmente, así como la atonía que la inversión privada ha mostrado por ya varios años. Del pico en el primer trimestre de 2009 al valle en el segundo de 2017, la inversión pública cayó en 39.7%, mientras que al segundo trimestre del 2018, lo hizo en 37.2%. Si a lo anterior se añade que se espera que el actual proceso de alza en las tasas de interés internacionales continúe, es previsible que las condiciones de acceso a financiamiento continúen tornándose más desfavorables en los siguientes años. A la vulnerabilidad actual estructural de las finanzas públicas, se añade la incertidumbre sobre el manejo fiscal de la administración entrante.

Tercero, quizás el riesgo más importante que considero, de naturaleza estructural, es el nulo crecimiento de la productividad factorial total en México desde hace dos décadas. En efecto, del último pico registrado en dicho indicador, en 1998, este registra una caída de 10% al año 2016. En los años 2007 a 2012, la productividad factorial total retrocedió en promedio 0.8% cada año, mientras que en los años 2013 a 2016, lo hizo en 0.2% por año. Es difícil pensar que una economía que muestra retrocesos en la productividad a lo largo de dos décadas esté en una situación favorable para absorber de manera eficiente, esto es, con poca inflación, choques adversos al tipo de cambio real, a los términos de intercambio, a los precios de los energéticos y de otras materias primas, como los granos, u otros choques. Una condición necesaria para que una economía pueda contener la inflación de manera continua y sostenible en niveles bajos, es a través de ganancias continuas en productividad.

La baja productividad puede reflejar varios factores. Entre los principales, considero:

Primero, una regulación y, en general, reglas de interacción económica, que permiten un excesivo poder de mercado en varios sectores, incluyendo en varios estratégicos. Asimismo, pocos incentivos para la innovación, la investigación y el desarrollo.

Segundo, un sistema fiscal y de seguridad social que generan fuertes distorsiones en el mercado laboral y que conducen a propiciar informalidad.

Tercero, corrupción e inseguridad, que amenazan de manera importante a los derechos de propiedad. Al considerar todo esto, quizás no debería ser tan sorprendente la atonía que ha mostrado la inversión por ya varios años.

Cuarto, veo con enorme preocupación diversos proyectos de legislación, así como puntos de vista de diferentes comentaristas, sobre la naturaleza y objetivos que debe tener un banco central. En primer lugar,

pensar y/o proponer que existe una disyuntiva entre la inflación y el crecimiento, es regresar a temas que, como sociedad, en gran medida considero ya estaban resueltos. Un banco central, a través de su política monetaria, no puede incidir sobre el crecimiento potencial de una economía. En el mejor de los casos, puede afectar el crecimiento de algunos componentes de la demanda agregada, en frecuencia cíclica, con el propósito de conducir a la inflación hacia la meta propuesta, e incluso, el pensar que a través de la política monetaria un banco central puede explotar de manera sistemática la disyuntiva entre la demanda agregada y la inflación es muy cuestionable. Esto no es un punto de vista ideológico o filosófico; son por lo menos 40 años de análisis económico. Más aún, México, en las últimas cuatro décadas, es uno de los mejores ejemplos de ello.

Quinto, propuestas, asimismo, que sugieren utilizar a las reservas internacionales para financiar gasto público, en inversión u otro tipo de gasto, van en la dirección opuesta a uno de los fundamentos esenciales de la autonomía constitucional, que es la prohibición que tiene el Banco de México de otorgar crédito al gobierno federal. Las reservas internacionales no son una fuente de riqueza neta. Estas tienen que ser financiadas con la emisión de deuda por parte del Instituto Central. El contravenir dicha provisión sería, en mi opinión, atentar directamente contra la autonomía y el principal mandato del Banco Central, conduciéndolo a una situación que se conoce y se denomina “de dominancia fiscal” sobre la política monetaria.

En el mejor de los casos, creo que la implementación de algunas de las medidas propuestas conduciría a un mayor sesgo inflacionario del que por sí ya tiene la economía de México. En el peor, sería un regreso a políticas que ya fueron probadas y fracasaron, conduciendo a recurrentes crisis financieras y de balanza de pagos.

Las condiciones externas e internas que enfrenta actualmente la economía nacional, en mi opinión, ameritan una postura monetaria prudente, tanto interna como en términos relativos, e inclusive, una previsiblemente más astringente en un futuro cercano. El diferencial de inflaciones previsto en los siguientes meses entre México y los Estados Unidos, así como la reducción del diferencial en las tasas de interés previsto entre ambos países por los mercados, a mi parecer, son preocupantes en cuanto al consecuente de deterioro de la postura monetaria interna y relativa de nuestro país.

Asimismo, de continuar la inflación subyacente mostrando un elevado grado de persistencia, así como de irse materializando algunos de los riesgos previstos, o de generarse otros, añaden a mi preocupación. Todo ello mandaría, en mi opinión, una respuesta firme y contundente por parte de este Instituto Central.

Actualmente los analistas y los mercados financieros, parecerían anticipar que el Banco de México está cerca de concluir su ciclo de alza de tasas y que probablemente comience uno de relajación monetaria el próximo año. No concuerdo con dicho punto de vista.

Si bien el acuerdo comercial propuesto recientemente entre México, Canadá y Estados Unidos, es una noticia bienvenida, y desaparece o tiende a desaparecer una importante fuente de incertidumbre, es poco probable que tenga el suficiente impacto sobre el tipo de cambio como para elevar de manera importante la probabilidad de cumplir con la meta de inflación en el horizonte propuesto.

De esta forma, considero que el lenguaje del comunicado debe transmitir claramente que el panorama para la inflación luce muy complicado y que este Instituto Central, con elevada probabilidad, tendrá que actuar en consecuencia.

Por lo tanto, mi intención de voto con respecto a todo lo anterior es aumentar en 25 puntos base el nivel actual de la postura de política monetaria, para ubicarse en 8%.

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

En el segundo trimestre del año en curso, la economía global siguió expandiéndose a un ritmo moderado, acentuándose las diferencias en el crecimiento entre los países más desarrollados. Efectivamente, en tanto que la expansión de la economía de los Estados Unidos fue elevada, las de otras economías avanzadas fueron menos vigorosas.

Por su parte, las economías emergentes presentaron un dinamismo menor a lo observado en trimestres previos y un apretamiento de las condiciones financieras que enfrentan, en un escenario en el que se percibe que las economías avanzadas elevarán sus tasas de interés.

Destaca también que los indicadores de comercio y producción, confianza de los negocios y gastos en capital, muestran ya cierto deterioro como resultado de la incertidumbre respecto a las mayores medidas proteccionistas implementadas recientemente.

Se anticipa que la economía de los Estados Unidos, seguirá expandiéndose a un ritmo elevado durante los siguientes semestres, gracias al estímulo fiscal. Además, el consumo privado y la inversión en equipo han mantenido un elevado dinamismo y los indicadores de confianza de los hogares y de los negocios se ubican todavía en niveles altos.

Los mercados laborales han seguido apretándose en las principales economías avanzadas: las tasas de desempleo se ubican por debajo de la tasa natural y varias encuestas apuntan hacia una creciente escasez de mano de obra. Así, los salarios y la inflación siguen presentando una recuperación gradual. En particular, la inflación en los Estados Unidos ha fluctuado alrededor de su meta, mientras que en la zona del euro y el Japón se ha mantenido baja y por debajo de las metas de sus bancos centrales.

Considerando que la actividad económica de las economías avanzadas sigue mostrando un buen desempeño y la inflación continúa convergiendo gradualmente a los objetivos de los bancos centrales, se anticipa que las autoridades monetarias de los principales países desarrollados continuarán con sus planes de un gradual retiro del estímulo monetario.

En este contexto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, tanto para 2018 como para 2019, se han moderado, reflejando la expectativa de una mayor debilidad en la zona del euro y el Reino Unido, así como en algunos países emergentes como son los casos de Argentina y Turquía, sin desconocer los riesgos asociados a una mayor protección comercial.

Pasando a nuestro país, cabe señalar que la información más reciente indica que a principios del tercer trimestre la economía parecería estarse expandiendo, luego de la contracción registrada en el segundo trimestre.

Efectivamente, a principios del tercer trimestre los servicios mantuvieron una trayectoria positiva, al tiempo que las actividades secundarias registraron una incipiente mejoría respecto del trimestre inmediato anterior. En cuanto a la producción industrial, las manufacturas continuaron mostrando cierta recuperación y la construcción presentó un cambio de tendencia favorable, aun cuando persisten las trayectorias negativas de la minería.

En este contexto, las exportaciones manufactureras presentaron un mayor ritmo de crecimiento respecto a la debilidad observada en el segundo trimestre. En cuanto a la demanda interna, el consumo privado se mantuvo en niveles similares respecto del trimestre previo, mientras que la inversión siguió mostrando atonía.

Se estima que a principios del tercer trimestre de 2018 las condiciones de holgura de la economía siguieron mostrando un relajamiento respecto de los niveles registrados a principios del año en curso.

Para 2018, el Banco de México prevé un crecimiento del PIB de 2.2%, mientras que para 2019 se anticipa uno de 2.3%. El ajuste para 2019 refleja los retos de implementación de la política pública de la administración entrante, así como cierta debilidad de los componentes de la demanda agregada y de la plataforma de producción petrolera. Estas previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, considerando que las tensiones comerciales a nivel mundial se han exacerbado y se desconocen detalles importantes sobre la agenda económica que emprenderá la próxima administración.

En estas condiciones considero que el balance de riesgos para el crecimiento económico del país continúa sesgado a la baja.

En cuanto a la inflación en nuestro país, cabe apuntar que la general anual pasó de 4.85% a 4.88% entre la primera quincena de julio y la primera quincena de septiembre, por la mayor contribución del componente no subyacente, en tanto que, la inflación subyacente anual disminuyó de 3.64% a 3.56% en el mismo periodo.

Entre tanto, la inflación no subyacente anual se mantuvo en niveles elevados y crecientes, aumentando de 8.52% a 8.9% entre la primera quincena de julio y la primera quincena de septiembre debido, principalmente a incrementos en los precios de los energéticos, destacando tanto las gasolinas como el gas LP.

Por lo que hace a las expectativas de inflación provenientes de las encuestas que prepara el Banco de México destaca que mostraron, en general, movimientos limitados.

Los pronósticos para la inflación general anual se revisaron al alza como resultado de un aumento en la trayectoria esperada de la inflación no subyacente que obedece, fundamentalmente, a incrementos en los precios de las gasolinas y del gas LP, mayores a los que se tenían previstos. En el caso de los precios de las gasolinas, el ajuste es consecuencia tanto de los incrementos recientes en los precios de las referencias internacionales, como de una disminución observada en los estímulos fiscales que aplica la Secretaría de Hacienda.

Por su parte, las previsiones para la inflación subyacente anual se mantienen prácticamente sin cambios.

En mi opinión, el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno con un alto grado de incertidumbre. Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores en el horizonte del pronóstico destacan las siguientes:

Al alza, que las cotizaciones de la moneda nacional se vean presionadas en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y a la fortaleza del dólar, como a elementos de incertidumbre que persisten en el ámbito externo y también en el ámbito interno; que se presente un mayor escalonamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global que afecten adversamente el comportamiento de la inflación; que un gasto público mayor al anticipado reduzca la velocidad a la que viene disminuyendo la inflación subyacente. Asimismo, podrían generarse presiones de costos en la economía en la medida que las negociaciones salariales no fueran congruentes con las ganancias de productividad.

En estas condiciones, y a reserva de escuchar los posicionamientos de mis compañeros en esta Junta de Gobierno, mi intención de voto es en el sentido de mantener sin cambio, por ahora, el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

Sin embargo, considero que esta Junta de Gobierno deberá mantenerse atenta a la evolución de los factores que pudieran significar presiones adicionales sobre el proceso de formación de precios y que pudieran implicar retrasos en la convergencia de la inflación a su meta de 3%, a fin de estar en condiciones de reaccionar con oportunidad y con la intensidad que resulte aconsejable, reflejando esta posición en el comunicado correspondiente a esta reunión.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La actividad económica global ha mantenido una expansión moderada, en la que se han venido acentuando divergencias en cuanto al ritmo de crecimiento, tanto entre las economías avanzadas como entre las emergentes. Por lo que toca a las avanzadas, el crecimiento en Estados Unidos se ha acelerado, mientras que en la zona euro y Japón, ha venido perdiendo dinamismo.

En cuanto al crecimiento en las economías emergentes, este ha tenido una revisión a la baja y mayores diferencias entre países. En particular, la economía china ha resentido la intensificación de las tensiones comerciales con Estados Unidos y el entorno de incertidumbre que ello genera, especialmente en las perspectivas para la actividad manufacturera, el gasto de capital y la confianza de los negocios. Por otro lado, en América Latina se han revisado a la baja las expectativas de crecimiento, tanto por la desaceleración en el comercio global, como por diversos factores idiosincráticos.

Las perspectivas de crecimiento en las principales economías avanzadas muestran una recuperación a dos ritmos, uno acelerado en Estados Unidos y uno más moderado en la zona euro y Japón. Esto, a su vez, ha propiciado claras diferencias en sus perspectivas de inflación y sobre el ritmo de normalización de la política monetaria.

Al respecto, la postura fiscal pro-cíclica en Estados Unidos ha acrecentado las diferencias entre sus perspectivas de crecimiento respecto a otras economías y regiones, fortaleciendo al dólar y consolidando marcadas diferencias en las tasas de interés a diferentes plazos.

Así, mientras la inflación general y subyacente en Estados Unidos se ha incrementado, ubicándose alrededor de la meta de la Reserva Federal de 2%, en la zona euro la inflación subyacente se ha mantenido alrededor de 1% y en Japón es inferior a 0.5%.

Las perspectivas para la economía global consideran una expansión moderada y persisten diversos factores de riesgos, en particular:

Primero, las tensiones comerciales que han afectado a la economía global empiezan a mostrar algunas diferencias. Por un lado, hace unos días se anunció el acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, con el cual se reduce la incertidumbre sobre el futuro comercial en Norteamérica. Por otro, se han intensificado considerablemente las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En caso de que dichas acciones comerciales llegaran a escalarse o se mantuvieran por un tiempo prolongado, podría afectarse en mayor medida el comercio y el crecimiento mundial, que ya muestra signos de desaceleración.

Segundo, la política fiscal expansiva pro-cíclica adoptada desde principios del año en Estados Unidos ha propiciado un aumento en los salarios y en la inflación subyacente. Ante este entorno, se ha incrementado la curva de rendimientos en los Bonos del Tesoro, especialmente en las tasas de interés de corto plazo, reflejando la expectativa de que la Reserva Federal seguirá aumentando el rango objetivo para las tasas de los fondos federales. Así, en el escenario central, se prevé un entorno de mayores tasas de interés externas y fortaleza del dólar, lo cual conlleva mayores restricciones a las condiciones de financiamiento a las que tienen acceso las economías emergentes. Además, persiste el riesgo de que la economía estadounidense presente sorpresas inflacionarias que propiciarían un ajuste desordenado en las tasas de interés, con efectos más adversos para las economías emergentes, las cuales podrían registrar una mayor recomposición en los flujos de capital, lo que a su vez podría evidenciar vulnerabilidades internas y hacer más difícil su ajuste.

Tercero, los precios de los energéticos han aumentado considerablemente. En ello confluyen una mayor demanda en Estados Unidos, rigidez en la oferta de los países miembros de la OPEP y los efectos de las sanciones impuestas por Estados Unidos a Irán. Esto continuará presionando la inflación general, tanto en

economías avanzadas como emergentes. En el caso de algunas economías emergentes, estas presiones se sumarían a otras, como las relacionadas a la depreciación del tipo de cambio, lo que podría deteriorar aún más sus perspectivas de inflación.

Cuarto, en la zona euro se han incrementado algunos riesgos y vulnerabilidades asociadas a tensiones internas y a divergencias políticas, especialmente asociados a la aprobación del presupuesto público en Italia.

En cuanto a la demanda agregada en Estados Unidos, se prevé que esta mantenga un dinamismo considerable, por la fortaleza del consumo y de la inversión. Ello, en parte, en respuesta a los efectos del estímulo fiscal y los bajos niveles de desempleo alcanzados. Al respecto, los indicadores de confianza, tanto en los hogares como entre los negocios, registran niveles elevados comparando con los años anteriores.

La Reserva Federal, en su decisión del 26 de septiembre, incrementó su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales a uno de 2% a 2.25%. En cuanto a la curva de rendimientos en los Bonos del Tesoro, esta aumentó en todos sus plazos y se ha mantenido relativamente plana. En particular, la tasa a 5 años ya alcanzó niveles superiores a 3%, incorporando alrededor de tres alzas adicionales en el rango objetivo para las tasas de fondos federales, mientras que las tasas de interés a 30 años ya rebasaron 3.3%, este nivel muestra que aún se mantienen primas por plazo bajas.

Entre los factores de riesgo, destaca que la economía estadounidense podría enfrentar presiones inflacionarias mayores a las previstas, propiciando incrementos considerables en la curva de rendimientos. Ello podría acentuar la reducción en el apetito por riesgo que se ha venido presentando en los últimos meses, y que ya han dado lugar a reacomodos de portafolios de inversión y salidas de capital de las economías emergentes, especialmente, las más vulnerables.

El complejo entorno descrito ha dado lugar a una mayor volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes, especialmente las que tienen cimientos macroeconómicos vulnerables o enfrentan factores de riesgo idiosincráticos.

En el caso de México el ajuste en los últimos meses ha sido más ordenado. A ello contribuyeron, entre otros factores, la expectativa de que se podría alcanzar un acuerdo en las negociaciones del Tratado de Libre Comercio para América del Norte, que finalmente se anunció el 30 de septiembre; la postura de política monetaria que se ha seguido, y que los mercados financieros consideran que se mantendrá una postura fiscal sólida.

No obstante, persiste una marcada incertidumbre, tanto en los mercados financieros internacionales, como en diversos factores de riesgo ligados a nuestro país, lo que podría dar lugar a importantes afectaciones en los mercados financieros nacionales.

Así, es claro que ante un entorno externo e interno incierto y sujeto a factores de riesgo considerables, es necesario reforzar la solidez de las políticas macroeconómicas, que han permitido a la economía transitar con orden en un entorno especialmente complejo. Esta estrategia no solo es necesaria para conservar condiciones favorables para la actividad económica, sino también para evitar vulnerabilidades que, ante la materialización de riesgos, podrían propiciar una recomposición de portafolios y salidas de capital.

Después de un par de trimestres de recuperación en el crecimiento económico, el segundo trimestre del año registró una contracción. No obstante, la información disponible a julio muestra que la actividad económica volvió a expandirse.

En cuanto a la producción, destaca el crecimiento de los servicios y cierta recuperación de la actividad industrial, con una recuperación de las manufacturas y el continuo deterioro de la minería, en particular, la extracción de crudo.

Por el lado de la demanda, las exportaciones presentaron mayor dinamismo, mientras que el consumo mantuvo una expansión moderada y la inversión se mantiene débil.

Después de la revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento para 2018 y 2019 dada a conocer en el pasado Informe Trimestral, con la información disponible se mantiene el escenario central para el crecimiento en 2.2% para este año y de 2.3% para 2019. No obstante, los pronósticos de crecimiento para el próximo año tienen una mayor incertidumbre, ya que no se conocen los detalles del paquete económico para el 2019.

En cuanto a los factores de riesgo para el crecimiento destacan:

Primero, mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y afectaciones en los mercados nacionales derivado de un apretamiento en las condiciones monetarias y financieras mayor al anticipado.

Segundo, que no se ratifiquen los acuerdos comerciales alcanzados entre México, Estados Unidos y Canadá, y que el proceso no concluya como se espera.

Tercero, que en el proceso de transición, y ante la llegada de una nueva administración, se presenten retrasos en la ejecución del gasto.

Cuarto, que la adopción de políticas comerciales proteccionistas en otras economías tengan efectos indirectos de consideración sobre la economía mexicana.

Quinto, la materialización de riesgos geopolíticos.

Entre los factores de riesgo de mediano plazo para el crecimiento económico destacan la incertidumbre respecto a la adopción de medidas necesarias para incrementar la productividad de la economía mexicana y la adecuada utilización de los factores; y la inseguridad pública, la corrupción, la impunidad y la falta de Estado de derecho, que afectan las perspectivas de la inversión y el crecimiento económico.

Por todo lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, si bien, presenta una mejoría debido al reciente anuncio del acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá.

En cuanto a la inflación general, desde mediados de junio se ha visto afectada por aumentos considerables en la inflación no subyacente, en particular, en los precios de los energéticos, en la primera quincena de septiembre las gasolinas registraron una variación anual superior al 21% y el gas LP al 26%. Con ello, la contribución de los energéticos al aumento de la inflación general en la primera quincena de septiembre fue muy elevada y superior a la registrada en enero de 2017.

Por lo que se refiere a la inflación subyacente si bien esta ha mantenido una tendencia decreciente, se ha visto afectada por los efectos indirectos de los aumentos en los precios de los energéticos y ha moderado su ritmo de desaceleración en sus datos más recientes.

Las expectativas de inflación para el cierre de 2018 han reflejado los efectos de los choques antes descritos, pasando de 4.41% a 4.56% de agosto a septiembre, mientras que las de la inflación subyacente en igual horizonte disminuyeron de 3.61% a 3.54%. Por su parte, las expectativas de inflación general para el año siguiente pasaron de 3.74% a 3.6%, mientras que las de plazos mayores se han mantenido relativamente estables, en un nivel superior a la meta, en 3.5%.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura, muestran que estas se han mantenido prácticamente sin cambio, y se prevé que se presente cierto relajamiento en los próximos trimestres.

Por otro lado, el mercado laboral mantiene condiciones estrechas, y los salarios han mostrado cierto aumento. Por ello, las revisiones salariales deberán ser evaluadas, a fin de identificar cabalmente sus efectos en la formación de precios. Así, cobra relevancia que las diversas alternativas que se planteen para las revisiones salariales estén asociadas a las ganancias en productividad y que no conlleven una presión generalizada de costos en la economía.

En los últimos meses se han materializado algunos riesgos al alza para la inflación, bajo un entorno externo adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna. En particular, la inflación no subyacente se ha mantenido presionada, especialmente por los aumentos en los precios de las gasolinas y del gas LP, asociados a los aumentos en sus referencias internacionales y una determinación de precios interna que ha dado lugar a mayor persistencia en el choque.

Al respecto, la postura de política monetaria debe evitar que dichas presiones de oferta contaminen la formación de precios en la economía y mantener la trayectoria de convergencia de la inflación a su meta de 3%.

En relación al comportamiento reciente de la inflación respecto a sus pronósticos, destaca:

Primero, los precios que han alcanzado los energéticos y las trayectorias que se infieren de sus cotizaciones a futuro implican mayores afectaciones a la inflación no subyacente. Si bien este tipo de choques son de carácter transitorio, este cambio en precios relativos retrasa la convergencia de la inflación esperada hacia su meta.

Segundo, la inflación subyacente, cuya evolución responde de manera más clara a la postura de política monetaria, se ha mantenido en congruencia con los pronósticos y se prevé que continúe su tendencia decreciente hacia 3%, aunque, es de destacar, que a un ritmo menor.

Este entorno presenta un complejo balance para la inflación, en el que persisten importantes factores de riesgo, tanto de índole externa como interna. En particular, la cotización del peso seguirá sujeta a posibles periodos de volatilidad. Ello, en parte, como resultado del proceso de normalización de la postura de política monetaria en Estados Unidos y las potenciales sorpresas inflacionarias, que harían más incierto el ajuste de los mercados financieros a mayores tasas de interés y fortaleza del dólar, lo que para las economías emergentes implicará una menor disponibilidad de recursos externos.

Al respecto, en caso de enfrentar un escenario adverso en el que requiera de un ajuste del tipo de cambio real, es importante evitar que se afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, así como posibles efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía. Además, persisten factores de riesgo e incertidumbre de índole interna que podrían implicar retos considerables para el proceso de reducción de la inflación. Por ello, se considera que el balance de riesgos para la inflación, mantiene un sesgo al alza.

En suma, se prevé que la inflación no subyacente en los próximos meses se mantenga en niveles elevados y que siga resintiendo las presiones en los precios de los energéticos, lo cual afectará la trayectoria de la inflación general. Por otro lado, la inflación subyacente, que refleja de mejor manera la postura de política monetaria, se prevé que mantenga una trayectoria decreciente cercana a la anunciada. Ante este entorno, mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%.

No obstante, aún se enfrentan riesgos considerables y es necesario mantener un mensaje de prudencia y cautela respecto a la postura de política monetaria, destacando que se considerará toda la información disponible, especialmente la relativa a los choques que pudieran afectar el referido proceso de convergencia hacia la meta.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 4 de octubre de 2021

www.banxico.org.mx