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 20 de diciembre 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 20 DE DICIEMBRE 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: 19 de diciembre de 2018.

Asistentes:
Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Manuel Ramos Francia, Subgobernador.
Carlos Manuel Urzúa Macías, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Arturo Herrera Gutiérrez, 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

El desempeño económico global continúa con su tendencia de moderación, si bien con divergencia importante entre países, como consecuencia de la materialización de algunos riesgos que ya se han señalado en las últimas decisiones de política monetaria.

En los meses por venir, problemas de índole político y geopolítico en algunos países de importancia sistémica, destacando entre ellos a Reino Unido, Italia, Francia y China, así como riesgos idiosincráticos de economías emergentes, seguirán contribuyendo al entorno de elevada incertidumbre.

En este sentido, el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento económico mundial en todos los plazos continúa con un sesgo a la baja y podría acentuarse, ante la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y por el probable endurecimiento en las condiciones financieras internacionales. La agudización de estos dos factores podrían incidir de forma significativa sobre las cadenas de producción y agotar las posibilidades de una pronta recuperación para la economía global, de por sí ya debilitada.

Cabe destacar que en Estados Unidos, los indicadores oportunos apuntan a una disminución en el ritmo de expansión económica durante el cuarto trimestre e incluso se ha mencionado la posibilidad de una recesión en los siguientes años. En el mismo sentido, la economía china parece exhibir una mayor desaceleración respecto de lo pronosticado en el mismo horizonte de tiempo.

Por otro lado, si bien la información más reciente muestra un apretamiento en los mercados laborales, con aumentos graduales de salarios, la inflación a nivel global parece haber moderado su tendencia ascendente, en particular para el conjunto de las economías avanzadas.

Así, ante la expectativa de un menor dinamismo económico, aunado a la caída reciente en el precio del petróleo, se ha reducido la probabilidad de que la inflación se ubique consistentemente por encima de los objetivos de los bancos centrales de países desarrollados, en especial para Estados Unidos.

En este entorno, se podría esperar que el ritmo de normalización de las políticas monetarias en los países avanzados sea más lento al previsto hace unos meses.

Además, dicha situación podría haber sido internalizada por los mercados, puesto que recientemente se han observado caídas de los índices accionarios y disminuciones de las tasas de interés de los bonos gubernamentales en los principales países desarrollados, así como una depreciación del dólar frente a las divisas más importantes.

Por otro lado, el sentimiento de aversión al riesgo se mantiene latente, al tiempo que las condiciones en países desarrollados apuntan a sorpresas económicas negativas más que positivas.

Asimismo, los activos en las economías emergentes presentaron pérdidas moderadas ante el entorno de alta volatilidad. Destaca que los inversionistas continúan reduciendo su exposición a instrumentos de renta fija de estos países, mientras que han aumentado sus posiciones en activos de renta variable. En perspectiva, se espera que los riesgos para las economías emergentes continúen.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, la tendencia negativa y de alta volatilidad se mantiene y su comportamiento ha sido influido, además de los factores externos ya mencionados, por la incertidumbre en torno al escenario interno en materia económica:

Si bien el peso mexicano presentó una ligera apreciación desde la última decisión de política monetaria y las condiciones en el mercado cambiario se mantienen relativamente estables, la divisa continúa operando por arriba de los 20 pesos por dólar y factores idiosincráticos explican gran parte de su tendencia a la depreciación.

En el mercado accionario persiste el sentimiento negativo. En diversas sesiones, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores se ha ubicado en niveles por debajo de las 41 mil unidades, situación que no presentaba desde 2014.

Por su parte, el mercado de renta fija continúa mostrando un deterioro significativo en sus condiciones de operación. Las tasas de interés siguen con su tendencia alcista, principalmente en los instrumentos de largo plazo, las cuales han alcanzado niveles máximos en los últimos 10 años.

Adicionalmente, la prima de riesgo local se mantiene en niveles elevados. Los diferenciales de tasa de rendimiento de la deuda nacional con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense, tanto en moneda extranjera como local, se ampliaron. Asimismo, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales a distintos plazos se ubican por arriba de los 400 puntos base.

Como lo señalé en nuestra reunión pasada, gran parte de las tensiones en los mercados financieros nacionales son producto de los anuncios de políticas del nuevo gobierno, así como incertidumbre sobre la dirección de la política económica y el entorno de negocios que impulsará y sus repercusiones sobre la inversión y el crecimiento.

En particular, una de las principales preocupaciones ha girado en torno a la viabilidad de mantener las finanzas públicas sanas y sostenibles. Al respecto, la presentación del paquete económico el pasado 15 de diciembre fue, en lo general, bien recibido por los mercados.

No obstante, como detallaré más adelante, los cambios sustantivos en la estructura de gasto están basados en ciertos supuestos clave que deberán cumplirse, además de que su implementación representa un reto mayúsculo.

Por lo anterior, y tomando en cuenta que aún es incierto el impacto de las nuevas políticas públicas y las nuevas estrategias de negocios para las empresas productivas del Estado, en particular Pemex, sobre la

calificación de sus títulos, considero que la situación de alerta que manifesté en nuestra reunión pasada sigue vigente.

Para tomar la decisión de política monetaria, conviene resaltar además los siguientes elementos de la coyuntura:

Para el cuarto trimestre del año, se anticipa una desaceleración de la actividad económica. Tal expectativa responde en parte a una moderación de la demanda externa, por un retroceso de las exportaciones manufactureras, pero principalmente por la atonía de la inversión, ya que el consumo privado sigue manteniendo una trayectoria creciente. De esta manera, el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana continúa sesgado a la baja.

Así, tanto el Banco de México como la Secretaría de Hacienda y Crédito Público han reducido su estimación puntual del crecimiento para 2019 a 2%. No obstante, cabe resaltar que la cifra revisada resulta todavía superior a la estimación de diversas encuestas del sector privado.

En cualquier caso, la mayoría de los indicadores de la brecha de producto se mantienen en terreno neutral y no son muy distintos de los que observamos en la decisión de política monetaria pasada, por lo que siguen sin avizorarse, al menos en el corto plazo, presiones de demanda agregada.

La inflación general anual y sus principales componentes mostraron disminuciones durante noviembre. Si bien estas lecturas son alentadoras, es prematuro concluir que la tendencia inflacionaria ya ha retomado una trayectoria a la baja por cierta evidencia empírica que indica la presencia de un elevado componente de persistencia en la inflación subyacente, tanto en el subíndice de mercancías como en el de servicios, que impide que esta descienda con mayor rapidez; así como la significancia estadística del tipo de cambio y los precios de los energéticos como variables explicativas de la inflación subyacente, lo que sugiere que efectos de segunda ronda ya han podido comenzar a materializarse.

Las expectativas para la inflación provenientes de encuestas, por su parte, han registrado movimientos al alza a lo largo del horizonte en que opera la política monetaria y se encuentran claramente por encima de la meta de 3%. Así, de acuerdo a la encuesta de Banco de México correspondiente a diciembre:

Las expectativas de inflación general y subyacente para el cierre de 2019 se registran en 3.89% y 3.5%, mientras que en nuestra reunión pasada dichas cifras se ubicaron en 3.71% y 3.45% –según la encuesta de octubre–, lo que implica aumentos de 18 y 5 puntos porcentuales, respectivamente.

Las expectativas correspondientes al cierre de 2020, que se recabaron por primera vez, se ubican en 3.79% y 3.37%.

Las de mediano plazo –de hasta cuatro años– también han aumentado.

Si bien las expectativas de largo plazo se mantienen en 3.5%, se ha observado una mayor dispersión en las previsiones de los encuestados.

Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado continuaron su aumento gradual mientras que la prima por riesgo inflacionario aumentó de manera importante, a niveles comparables con lo observado en enero de 2017.

En el mismo tenor, los pronósticos de inflación del *staff* del Banco de México para los siguientes doce meses se revisaron nuevamente al alza.

Para el escenario base, las previsiones a diciembre de 2019 de la inflación general se incrementaron de 3.37% a 3.68%, mientras que las de la inflación subyacente se ajustaron de 3.09% a 3.34%, y las de la no subyacente de 4.2% a 4.66%.

Las principales causas del nuevo aumento del pronóstico de inflación señaladas por el *staff* del banco son una trayectoria del tipo de cambio más depreciada y una revisión al alza de los precios en la categoría de frutas y verduras, como resultado de afectaciones climáticas, que compensan parcialmente la caída en el precio de los energéticos.

Las previsiones anteriores están sujetas a importantes riesgos en el horizonte del pronóstico. Entre ellos destacan los siguientes:

Que la cotización de la moneda nacional continúe presionada tanto por mayores tasas de interés externas, como por otros factores externos e internos.

Que persistan presiones en los precios de los productos agropecuarios o que se den nuevos incrementos en los de los energéticos.

Que se presente un escalamiento de las medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global.

Que se registre un deterioro de las finanzas públicas.

Que por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe una alta probabilidad de que se presenten efectos de segunda ronda en el proceso de formación de precios.

Las condiciones externas se han vuelto más complejas desde la última reunión de política monetaria. Por una parte, aunado al menor dinamismo económico global en lo que resta del año, persiste la previsión de una desaceleración generalizada de las economías, tanto en el corto como en el mediano plazo. Por la otra, el balance de riesgos para la inflación global se encuentra relativamente más estable y la lectura de los datos oportunos indican una posible moderación en el proceso de normalización de las políticas monetarias del bloque de las economías avanzadas. A pesar de ello, la mayoría de los bancos centrales de países emergentes mantuvieron una comunicación con una retórica más vigilante y han enfatizado su interés por preservar la estabilidad financiera de sus respectivas economías.

Las condiciones internas permanecen bajo tensión. Por un lado, los mercados financieros siguen presionados y la volatilidad se ha mantenido elevada, si bien a niveles inferiores a los observados en nuestra reunión pasada. No obstante, desde octubre tanto el tipo de cambio como las tasas de interés parecen haber alcanzado nuevos pisos, fenómeno que en buena medida responde a factores idiosincráticos. Por el otro, varios indicadores apuntan a que el crecimiento económico nacional se está debilitando, y se han revisado a la baja las perspectivas para el cierre del año en curso y del siguiente, tanto por organismos internacionales como por dependencias públicas y organizaciones del sector privado.

Al respecto, la mayoría de los indicadores de holgura, salvo los del mercado laboral, se mantiene en terreno neutral y no son muy distintos a los registrados a principios de año, de tal forma que no se perciben presiones de demanda en el corto plazo.

A pesar de lo anterior, la mayoría de los indicadores coyunturales y prospectivos confirman que las presiones inflacionarias persisten y que el balance de riesgos para la inflación se mantiene deteriorado.

La disminución de la inflación y sus principales componentes en noviembre no debe interpretarse necesariamente como un cambio de tendencia. Por el contrario, un análisis más amplio indica que la inflación subyacente ha mostrado resistencia a disminuir mientras que la inflación no subyacente se mantiene en niveles elevados.

Adicionalmente, las expectativas de la inflación general y de sus componentes, tanto las provenientes de encuestas como aquellas implícitas en instrumentos de mercado, se han ajustado al alza para el corto y mediano plazos, lo que refleja un mayor riesgo de que se desanclen. Si bien la mediana de las expectativas de largo plazo permanecen en 3.5%, preocupa que estas no han podido converger a la meta del 3% y, recientemente, ha aumentado la dispersión.

Asimismo, las proyecciones del *staff* del Banco se han revisado nuevamente al alza, lo que sugiere la necesidad de una posición monetaria más estricta para lograr la convergencia de la inflación a la meta en el plazo previsto.

Para el futuro próximo, se prevén presiones inflacionarias adicionales, tanto por las previsiones de un nuevo nivel más elevado del tipo de cambio como por los ajustes al alza en los precios de frutas y verduras, así como por los posibles efectos de algunas de las nuevas políticas públicas, tanto por un aumento en los costos unitarios de mano de obra, como por los efectos de los programas de transferencias sociales sobre la demanda agregada a través del consumo.

En nuestra reunión de noviembre concluí mi intervención señalando que los detalles del programa fiscal que se aprobaría en diciembre serían cruciales para refrendar la confianza que hasta ahora se ha depositado en el sector público mexicano. Al respecto, destaca que el paquete económico presentado el 15 de diciembre pasado fue bien recibida por los mercados, sobre todo porque el Gobierno Federal propuso un marco macroeconómico prudente que ratificó su compromiso de preservar la disciplina de las finanzas públicas, que es la piedra angular para la estabilidad y crecimiento económicos.

Sin embargo, la entrega del paquete económico es apenas el primer paso de un proceso dinámico de discusión y negociación y, una vez aprobado, de seguimiento y escrutinio que darán los mercados a la evolución de su implementación y del cumplimiento de las metas fiscales establecidas.

Por otra parte, el marco macroeconómico presentado está basado en supuestos que, de no cumplirse, podrían implicar desviaciones de las trayectorias trazadas para el balance fiscal y la deuda pública.

Los principales riesgos de corto plazo para el cumplimiento de las metas fiscales incluyen los siguientes:

Que las menores tasas de IVA e ISR en la frontera ocasionen una disminución en la recaudación mayor a la prevista.

Que se presenten dificultades en las negociaciones alrededor del financiamiento del NAIM, incluyendo los bonos, la FIBRA y los acuerdos con contratistas, y que ello se traduzca en un aumento no previsto del gasto público y del nivel de endeudamiento durante 2019.

Que tenga lugar una revisión de la calificación crediticia soberana, lo que incrementaría aún más el costo financiero de la deuda pública.

Que la plataforma de producción de petróleo resulte inferior a la contemplada en la Ley de Ingresos de la Federación.

Que la disminución del gasto público que típicamente ocurre al inicio de una nueva administración se intensifique como resultado de la salida de servidores públicos con mayor experiencia, a consecuencia de las medidas de austeridad.

Que el crecimiento económico para 2019 sea menor al proyectado de 2%, en línea con las previsiones de diversos analistas y derivado de una desaceleración en el crecimiento económico mundial mayor a la

esperada. Ello que se reflejaría en un aumento del saldo histórico de los RFSP como proporción del PIB en el primer año de gobierno.

Además de lo anteriormente expuesto, es de señalar que los choques sufridos en los mercados financieros durante octubre y noviembre aún no se han disipado, y que la volatilidad en los mercados financieros sigue elevada. Ante este entorno, estimo que en la presente decisión de política monetaria, esta Institución debe reforzar su postura en congruencia con el cumplimiento del objetivo de inflación en los tiempos previstos y mitigar el riesgo de un desanclaje de las expectativas.

Por lo anterior, y tomando en cuenta la decisión pasada, mi intención de voto en esta ocasión es a favor de incrementar la tasa de interés interbancaria a un día en 25 puntos base, para dejarla en el nivel de 8.25%.

Asimismo, considero importante que el comunicado de política monetaria señale que en el entorno actual de elevada incertidumbre, la Junta de Gobierno permanecerá vigilante de la evolución de la inflación, sus determinantes y sus expectativas y, en caso de ser necesario, actuará nuevamente y de manera oportuna para refrendar su compromiso con la estabilidad de precios. De esta manera, el Banco Central contribuye con el Ejecutivo Federal a lograr los objetivos de desarrollo económico y mejorar el bienestar de la población.

Antes de finalizar, quiero expresar algunas preocupaciones sobre la economía mexicana en el mediano y largo plazos que, en mi opinión, generan las nuevas políticas públicas:

En primer lugar, la sustancial reasignación del gasto público no solo implica retos considerables en su implementación, sino que tendrá numerosas implicaciones microeconómicas difíciles de predecir.

En este sentido, al reorientarse los recursos en buena medida a gasto corriente, aumentando las transferencias y dejando la inversión pública en niveles relativamente constantes como proporción del PIB, la nueva estrategia pareciera privilegiar el consumo sobre la formación de capital físico y humano, lo que pone en riesgo la posibilidad de incrementar el crecimiento potencial de la economía. Tal fenómeno podría agravarse por dos razones principales:

La nueva inversión pública se destinará a proyectos cuya rentabilidad financiera y social no es evidente. Asimismo, sería deseable que se conociera el valor social de los proyectos o programas cancelados cuyos recursos se reasignarán a los nuevos proyectos.

Diversas políticas públicas podrían implicar distorsiones en la formación de precios para la economía y generar como consecuencia una reducción en la eficiencia en la asignación de los recursos, con importantes implicaciones para el crecimiento potencial.

Más allá del paquete económico 2019, aún queda por conocerse la estrategia del nuevo gobierno en sectores clave, como educación y energía entre otros, que se encontraban en proceso implementación de reformas con alcance y madurez de mediano y largo plazos.

Por todo lo anterior, resultará fundamental mantener, como hasta ahora, una comunicación abierta y estrecha entre las autoridades fiscal y monetaria, a fin de identificar oportunamente cualquier deterioro en los fundamentales macroeconómicos y que cada una en sus respectivos ámbitos de competencia actuemos con celeridad y prudencia.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

El ritmo de actividad económica mundial continúa moderándose. Si bien esto se ha dado de manera gradual, indicadores recientes sugieren que el debilitamiento puede ser más pronunciado al previsto, dando lugar a nuevas revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento tanto para este año como para el siguiente, destacando los casos de Estados Unidos, China, la zona del euro y Japón. Cabe destacar que en Estados

Unidos la economía continúa mostrando un crecimiento sólido, pero se proyecta una desaceleración continua durante los próximos tres años, y la probabilidad de un trimestre con crecimiento negativo o incluso una recesión en los próximos 12 meses, aunque baja, ha venido aumentando. Por otra parte, a pesar de cierta mejora en algunos frentes, el balance de riesgos para el crecimiento económico mundial sigue presentando un sesgo negativo.

El conflicto comercial entre China y Estados Unidos se mantiene como uno de los principales elementos de preocupación. No obstante los avances en las negociaciones registrados en las últimas semanas, no puede descartarse el riesgo de que la tregua pactada entre estos dos países culmine sin acuerdos, por lo que la posibilidad de una nueva etapa de mayores aranceles entre ambas economías sigue vigente.

Por otra parte, ante la desaceleración de la actividad económica y menores presiones inflacionarias, las expectativas en torno al ritmo al que procederá la normalización de la política monetaria en algunas de las principales economías avanzadas se están modificando. En el caso particular de Estados Unidos, el incremento de esta semana en el rango objetivo para la tasa de fondos federales estuvo en línea con lo anticipado por los mercados y lo previamente comunicado por la Reserva Federal, pero las más recientes proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto sugieren un menor ritmo de alzas de tasas en lo sucesivo, anticipándose ahora dos incrementos adicionales de la tasa de política monetaria durante 2019 y uno en 2020.

Cabe señalar que las expectativas derivadas de instrumentos de mercado no incorporan ajustes adicionales de dicha tasa en el próximo año. En la zona del euro, el Banco Central Europeo ha anunciado la conclusión este mes de su programa de compra de activos, aunque señalando al mismo tiempo que tanto las tasas de interés de referencia como el tamaño de su hoja de balance, podrían mantenerse en sus niveles actuales por un periodo todavía prolongado.

Asimismo, las persistentes dificultades de naturaleza política y geopolítica en algunas economías de alta significancia continúan acentuando el clima de incertidumbre.

A este respecto, destaca el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, para el que no sólo se han materializado retrasos importantes, sino que también ha disminuido la probabilidad de un acuerdo bajo términos razonables para ambas partes.

En Italia, el acuerdo alcanzado entre el gobierno de ese país y las autoridades de la Unión Europea respecto de los objetivos fiscales para el próximo año, elimina la posibilidad de sanciones y la incertidumbre que un resultado desfavorable de las negociaciones habría causado. No obstante, el riesgo de un deterioro sostenido de las finanzas públicas y, en general, de las perspectivas macroeconómicas de ese país, persiste.

La expectativa de un proceso más gradual de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas ha atenuado la volatilidad en los mercados financieros internacionales y permitido cierta recuperación de los precios de los activos de las economías emergentes. Sin embargo, dada la posible persistencia y/o materialización de algunos de los factores de riesgo señalados, subsiste el potencial de nuevos episodios de turbulencia.

También es importante considerar que los ajustes en los mercados pueden resultar particularmente abruptos ante desarrollos relacionados con la desaceleración de la economía china, en un contexto en el que no se vislumbra la implementación de nuevas medidas a gran escala para contrarrestarla.

Adicionalmente, las cotizaciones del petróleo han seguido disminuyendo y contribuyen a este ambiente de incertidumbre. No obstante los recortes a la producción acordados recientemente por algunos de los principales países productores del energético, el comportamiento de los precios del petróleo en los próximos meses es incierto, en virtud de la desaceleración del crecimiento económico global y el incremento de la producción de crudo por otros productores, entre otros factores.

En México, la actividad económica parece haberse desacelerado a finales de 2018. Aunque la información disponible es escasa, diversos indicadores publicados hasta la fecha, entre ellos la producción industrial, las encuestas de opinión del sector empresarial y los puestos de trabajo afiliados al IMSS, apuntan a un menor ritmo de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del año, si bien en un entorno en el que el consumo privado continúa mostrando dinamismo y las exportaciones manufactureras mantienen una tendencia alcista, no obstante el declive observado en octubre.

La trayectoria de la inversión continúa representando un motivo de preocupación. La inversión fija bruta continuó mostrando hasta el mes de septiembre una tendencia a la baja desde niveles muy reducidos, y parece poco probable que esta variable se fortalezca en el corto plazo. Al respecto, cabe señalar que los indicadores de confianza de las empresas han registrado en los últimos meses un deterioro generalizado, ubicándose los correspondientes al sector manufacturero, comercial y de la construcción en niveles considerados pesimistas. Un comportamiento similar se observa entre los analistas del sector privado. En la encuesta más reciente llevada a cabo a este grupo por el Banco de México, 76% de ellos consideró la coyuntura actual como mala para invertir.

Si bien son varios los factores determinantes de la debilidad de la inversión, la incertidumbre es claramente uno de los más importantes entre ellos. Evidentemente, el fortalecimiento de la confianza requerirá de esfuerzos considerables en distintos ámbitos y puede requerir de un periodo prolongado. Por tanto, de no tomarse acciones decididas en esta dirección, la recuperación de la inversión se verá obstaculizada de manera importante. La situación se torna más preocupante al considerar que no se espera un incremento del cociente de inversión pública a PIB en los próximos años, que es difícil esperar que el dinamismo del consumo continúe en un entorno de persistente debilidad de la inversión, y los riesgos que se presentan para las exportaciones ante la perspectiva de un menor crecimiento del comercio mundial.

En la actualidad, la economía opera con una brecha del producto de alrededor de cero y con un mercado laboral en condiciones muy apretadas. Sin embargo, no se anticipan presiones de demanda para los próximos dos años, dado que se proyecta para ese lapso cierta moderación de la actividad económica. Además, ante un entorno externo complejo caracterizado por tendencias proteccionistas, indicios de desaceleración económica mundial y potencial de volatilidad en los mercados financieros internacionales; la posibilidad de dificultades en la ratificación del acuerdo de libre comercio de América del Norte; el rezago que generalmente presenta el gasto público al inicio de una nueva administración, y el todavía elevado nivel de incertidumbre derivado de factores internos, el balance de riesgos para este escenario está sesgado a la baja y se ha deteriorado.

Me parece que son inclusive más preocupantes los riesgos que enfrenta el crecimiento de la economía a mediano y largo plazos. Además de revertir la debilidad de la inversión a través de esfuerzos para acrecentar la confianza, el fortalecimiento del crecimiento potencial requiere, entre otras acciones, asegurar la asignación eficiente de recursos públicos escasos para la inversión; la adopción de medidas de naturaleza estructural encaminadas a incrementar la productividad de la economía; y evitar la persistencia o acrecentamiento de los problemas de inseguridad, corrupción y debilidad del Estado de derecho en el país.

La inflación general disminuyó por segundo mes consecutivo en noviembre, como resultado de la evolución tanto de su componente subyacente como del no subyacente. Sin embargo, los precios de las frutas y verduras han registrado un fuerte incremento en semanas recientes, lo que seguramente presionará al alza a la inflación general en los próximos meses. Adicionalmente, no obstante su reciente descenso, la inflación subyacente sigue mostrando persistencia, además de que su comportamiento todavía no refleja una disminución generalizada de sus componentes.

Los riesgos se acentúan en un entorno en el que, para la inflación general y en menor medida para la subyacente, las expectativas de inflación basadas en encuestas para los próximos dos años se han ajustado al alza, inclusive sin incorporar el impacto del reciente aumento de los salarios mínimos. También es

importante considerar que, si bien las expectativas de inflación de largo plazo basadas en encuestas se mantienen estables, aunque en niveles por encima de la meta, la información derivada de instrumentos de mercado continúa apuntando a riesgos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos.

Ante la perspectiva de un tipo de cambio peso-dólar más depreciado de lo previsto hasta hace poco, el incremento reciente de los salarios mínimos y los mayores precios de los productos agrícolas, el panorama para la inflación se ha complicado y nuevamente se presenta el riesgo de prolongar el periodo de convergencia de la inflación general a la meta de 3%. Además, el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza que ha seguido deteriorándose. Lo anterior en virtud de la posibilidad de un tipo de cambio más depreciado como resultado de factores internos o externos; de volatilidad en el componente no subyacente de los índices inflacionarios; de presiones derivadas de un efecto faro o dominó de los ajustes a los salarios mínimos; de efectos de segundo orden de los choques que han incidido sobre los precios; de un debilitamiento estructural de las finanzas públicas; y de un menor crecimiento potencial de la economía.

Los mercados financieros en México han sido influidos en las últimas semanas tanto por factores externos como internos, pero principalmente por estos últimos. En particular, la incertidumbre en torno a la estrategia económica de la nueva administración y a algunas acciones consideradas en el Congreso, se han reflejado en un deterioro de los indicadores de solvencia de la economía, en un debilitamiento del tipo de cambio, en un aumento de las tasas de interés de largo plazo y en un descenso de los índices accionarios.

El paquete presupuestal sometido a consideración del Congreso a mediados de diciembre, en un entorno de menor aversión al riesgo a nivel global, ha contribuido a aliviar esta problemática. Las metas contempladas son consistentes con el requerido fortalecimiento de las finanzas públicas y sustentadas en supuestos macroeconómicos, en general, realistas. Al mismo tiempo, ante el deterioro de la confianza que se ha observado en las últimas semanas y las ambiciosas metas fijadas, tanto para las variables fiscales como para los proyectos a desarrollar, considero que el reto principal es asegurar la implementación estricta de las medidas anunciadas.

A mi juicio, también será fundamental proporcionar mayor claridad sobre aspectos clave, tales como el modelo de negocios de Pemex y, en general, la política energética para los próximos años; dar un seguimiento cuidadoso a las implicaciones de algunas de las medidas contempladas para la eficiencia en la asignación de recursos en la economía; y asegurar la congruencia de las acciones –como la disminución de impuestos en la frontera– y proyectos considerados –en particular los de naturaleza multianual– así como los supuestos utilizados, por ejemplo, respecto del crecimiento de la economía y la producción de petróleo, con la fortaleza de las finanzas públicas en el mediano y largo plazos.

En suma, la política monetaria continúa enfrentando una situación compleja, caracterizada por un elevado nivel de incertidumbre, la materialización de algunos de los riesgos anticipados, y la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo y del incumplimiento de la meta en el periodo contemplado. Todo lo anterior acompañado de la perspectiva de una brecha negativa del producto y evidentes riesgos a la baja para el crecimiento de la economía.

En mi opinión, es indispensable mantener la credibilidad de la meta de inflación, por lo que la política monetaria se debe enfocar en este objetivo, pero ponderando de manera cuidadosa las implicaciones para la actividad económica. Considero que esto requiere de un enfoque balanceado, por lo que mi voto es a favor de aumentar el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8.25%.

No obstante la anticipada desaceleración de la actividad económica, en virtud de los choques que han afectado a la inflación, la posible persistencia de un entorno de incertidumbre, y la prevista continuación del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y sus consecuentes implicaciones para el acceso a recursos externos, la política monetaria deberá mantener una postura prudente en los

próximos meses. Al respecto, es importante tener presente que un deterioro de la confianza en el Banco Central resultaría en mayores costos tanto en términos de inflación como de crecimiento económico.

A mi juicio, la convergencia de la inflación a la meta durante 2020 puede requerir de incrementos adicionales de la tasa de referencia. Naturalmente, para definir lo anterior será necesario evaluar cuidadosamente la información más reciente de las perspectivas para la inflación y sus determinantes, incluyendo los elementos de incertidumbre externos e internos que puedan afectarla, con miras a lograr dicha convergencia al menor costo posible para la actividad económica.

MANUEL RAMOS FRANCIA

El crecimiento de la actividad económica global viene moderándose, si bien persisten diferencias entre países y regiones. En este contexto, los pronósticos de crecimiento de las principales economías del mundo para los siguientes años de instituciones como el Fondo Monetario Internacional vienen revisándose a la baja.

Destaca el caso de la economía de los Estados Unidos, donde existe la percepción de que, una vez agotado el estímulo fiscal, así como por otros factores, dicha economía podría mostrar una reducción importante en su tasa de crecimiento.

Por su parte, los precios de los energéticos han mostrado una tendencia a reducirse, debido tanto a algunos factores de oferta, pero sobre todo por la expectativa de una desaceleración de la actividad económica global.

Bajo las condiciones anteriores, la inflación en las principales economías avanzadas parecería ya haber alcanzado sus niveles máximos en este ciclo, a pesar de que tanto dichos niveles son relativamente reducidos en términos históricos, como de que sus mercados laborales parecerían presentar condiciones de estrechez. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, la inflación subyacente del Índice de Precios al Consumidor parecería haberse estabilizado alrededor del 2%.

En consecuencia, se han generado expectativas en los mercados, capturadas en los precios de diversos activos financieros, de que la velocidad de retiro del estímulo monetario en dichas economías se moderará de manera importante con respecto a lo previsto recientemente.

En el caso de los Estados Unidos, si bien en su decisión del día de hoy la Reserva Federal aumentó el rango objetivo para su tasa de interés de referencia a entre 2.25% y 2.5%, actualmente los miembros de su Comité de Política Monetaria esperan que solo se lleven a cabo dos incrementos adicionales en el referido objetivo en el año 2019. En adición a la moderación en su guía futura de política monetaria, su política de estrechamiento cuantitativo continuará siendo gradual, transparente y muy previsible.

Como resultado de lo anterior, considero que el entorno externo se ha tornado un tanto menos desfavorable para la inflación en México y, en general, para el funcionamiento de los mercados financieros de las economías emergentes.

La evaluación de la fase del ciclo de negocios por la que atraviesa la economía mexicana no se ha modificado de manera importante de la decisión de política monetaria anterior. En particular, se sigue esperando que la brecha del producto continúe reduciéndose en los siguientes trimestres, hasta situarse alrededor de cero hacia finales del 2019 y moderadamente por debajo de cero hacia finales del 2020.

En general, la economía desde mediados de 2015 ha experimentado un choque adverso a su potencial de crecimiento, acompañado de una mayor restricción de financiamiento externo. En ese contexto, la reducción en los últimos años del déficit de la cuenta corriente de uno de alrededor de 2.5% del PIB en 2015, a uno ligeramente por arriba del 1.5% en 2017, se llevó a cabo de manera relativamente ordenada, con un costo

en el crecimiento de un poco más de un punto porcentual, de 3.29% en 2015, a 2.04% en 2017 y alrededor del 2.2% este año.

Ante tales choques, la postura fiscal se retrajo, reduciéndose los requerimientos financieros del sector público en cerca de tres puntos del producto entre el año 2015 y el año 2018, de -4% en 2015 a -1.1% en 2017. Por su parte, la política monetaria respondió mediante un apretamiento importante, con los objetivos de evitar que se desanclaran las expectativas de inflación de largo plazo, así como de contener la descompresión de la prima por plazo, habiendo pasado la tasa de referencia de 3% a 8.25% actualmente.

Ante los choques referidos, los precios macro en la economía, esto es, el tipo de cambio real y las tasas reales de interés, se ajustaron, habiéndolo hecho de manera relativamente ordenada ante los ajustes mencionados en las políticas fiscal y monetaria.

Como se ha mencionado anteriormente, la magnitud relativa del ajuste en el tipo de cambio real y las tasas reales, depende de la magnitud relativa de los ajustes de las políticas fiscal y monetaria. En la medida en que el ajuste en la política fiscal es mayor, una mayor parte del ajuste recae sobre el tipo de cambio real, mientras que en la medida en que el ajuste en la postura monetaria sea mayor, el mayor peso del ajuste recae sobre las tasas reales de interés.

Ante el entorno anterior, la inflación general en México repuntó temporalmente a un nivel de 6.77% en diciembre de 2017, mostrando una lenta tendencia descendente a partir de ese mes hasta su nivel esperado de cierre en 2018, ligeramente por debajo de 5%.

De particular relevancia es la lentitud con la que viene reduciéndose la inflación subyacente, habiendo alcanzado 4.87% en diciembre de 2017, y esperándose un cierre de alrededor de 3.6% en diciembre de este año.

La fuerte inercia que muestra la inflación subyacente, así como la subyacente fundamental, no es un fenómeno reciente. Anteriormente he comentado que el nulo crecimiento de la productividad dificulta el que la economía pueda absorber choques de oferta sin un elevado costo en la inflación.

Existen, asimismo, otras distorsiones que conducen a que la inflación muestre una elevada persistencia. Por ejemplo, el elevado poder de mercado que existe en muchos sectores de la economía hace que la inflación subyacente sea muy resistente a reducirse. En este contexto, resalta el hecho de que, ante dichas distorsiones, la política monetaria es un instrumento poco efectivo para reducir a la inflación.

El hecho de que la política monetaria en algunos casos sea un instrumento poco efectivo para reducir la inflación es bien conocido. Un caso que ilustra lo anterior es el de un crecimiento de los salarios reales por arriba de la productividad. En ese caso, es factible que ello pueda conducir a una mayor inflación, lo que pondría en riesgo el objetivo de elevar el poder adquisitivo de las remuneraciones. En este contexto, implementar una decidida política de competencia en algunos sectores debería conducir a una reducción en el precio relativo de los bienes y servicios poco competidos, conduciendo a una elevación en el poder adquisitivo de los salarios sin generar riesgos y presiones sobre la inflación.

Esta situación es particularmente relevante en el caso de las canastas de consumo que llevan a cabo los segmentos de la población con menores ingresos. Es posible que cerca del 50% de los bienes y servicios que conforman sus canastas de consumo provengan de sectores con una elevada concentración de mercado. El hecho de que el nivel del salario mínimo se haya situado por debajo de la línea de pobreza extrema torna más urgente el crear una política de competencia efectiva.

Otros elementos que pueden estar propiciando una fuerte persistencia de la inflación son políticas públicas en materia de determinación de los precios de los energéticos e histéresis en la formación de precios en la economía.

En suma, son varias las distorsiones en la economía que pueden estar incidiendo en el elevado grado de inercia que está mostrando la inflación subyacente. En algunos casos, la política monetaria es y debe ser el principal instrumento para combatirla, en otros puede tornarse en un instrumento poco efectivo. En efecto, todo depende de la distorsión que esté generando la referida persistencia.

En las últimas semanas, desde la cancelación del proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de México, y hasta la reciente presentación del Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 2019 y del anuncio del éxito de la renegociación con los tenedores de bonos de dicho proyecto, se generó un elevado grado de incertidumbre que presionó de manera importante al tipo de cambio nominal, así como a las tasas de interés de mayor plazo, presentándose asimismo un marcado deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario, pero sobre todo del mercado de renta fija.

La presentación de una postura fiscal prudente en el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 2019, así como el éxito en la referida renegociación, han estabilizado el mercado cambiario e, incluso, propiciado un fuerte regreso de las tasas de interés de largo plazo. En este contexto, el tipo de cambio se ha estabilizado en niveles ligeramente por arriba de los 20 pesos por dólar de los Estados Unidos, y las tasas de interés de 10, 20 y 30 años se han reducido en más de 50 puntos base. Ciertamente, esto ha mejorado el panorama para la inflación.

En suma, en el margen, el entorno externo se ha tornado moderadamente menos desfavorable para la inflación, a lo que también ha contribuido una reducción en la incertidumbre a raíz de la presentación de un Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 2019 prudente y de la renegociación exitosa de los bonos del Nuevo Aeropuerto. Sin embargo, la inflación subyacente continúa mostrando un elevado grado de incertidumbre, implicando un elevado riesgo a que, nuevamente, la convergencia de la inflación general a la meta del 3% sea en un horizonte mayor al previsto.

A pesar de que, quizás, en el margen ha habido una leve mejoría del balance de riesgos para la inflación en el corto plazo, persisten riesgos considerables de un corte de mayor plazo tanto para una mayor inflación, como para un menor crecimiento.

En mi opinión, uno de los principales proviene de la debilidad estructural de las finanzas públicas. Entre otros:

Al de por sí muy complejo sistema fiscal, se incluyeron acciones que pudieran tener un fuerte costo en el bienestar, tanto por las nuevas distorsiones que se generan, como por la reducción esperada de la recaudación.

La estructura de gasto no mejora, se incrementa el gasto corriente y se deja prácticamente sin cambio, en términos del producto, al gasto en inversión. Mucho se ha comentado ya previamente sobre los excesivamente reducidos niveles de gasto público en inversión.

No parece haber una clara estructura de incentivos intertemporales hacia una mayor productividad y eficiencia en los nuevos programas sociales.

Existe poca claridad, esto es, un elevado grado de incertidumbre, sobre la rentabilidad social de la política energética. Existe fuerte preocupación sobre Pemex y CFE.

Persisten dudas sobre la efectividad del combate a la corrupción y el mejoramiento de la seguridad pública. Los niveles de corrupción e inseguridad llegaron a ser, en los últimos años, fuertes inhibidores de la inversión. Los analistas encuestados por el Banco de México continúan expresando que tanto la corrupción como la inseguridad y, más generalmente, la falta de Estado de derecho, son importantes obstáculos al crecimiento y a la inversión.

Continúa existiendo fuerte incertidumbre sobre diversas políticas públicas.

En mi opinión, la poca o nula efectividad de la política de competencia también se ha tornado en una fuente importante de inercia inflacionaria.

El entorno externo que enfrenta la inflación en México se ha tornado marginalmente menos desfavorable. Asimismo, se ha estabilizado el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo se han reducido de forma importante. En consecuencia, el fuerte empinamiento de la curva de rendimiento se ha revertido de forma en gran parte.

Sin embargo, la inflación subyacente continúa mostrando un elevado grado de inercia debido a la presencia de diversas distorsiones en la economía. Asimismo, persiste un elevado grado de incertidumbre en cuanto a los objetivos y la efectividad de diversas políticas públicas.

En consecuencia, mi intención de voto es incrementar el objetivo para la tasa de interés de referencia en 25 puntos base, así como comunicar una guía futura de política monetaria que transmita que, dada la inercia mostrada por la inflación subyacente, así como por la incertidumbre prevaleciente, es probable que la tasa de interés de referencia deba mantenerse en niveles elevados por un periodo prolongado.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Para el cuarto trimestre del año se espera que la actividad económica global se haya mantenido en expansión, si bien a un ritmo menor que en los trimestres previos del año. Además, dicho crecimiento muestra marcadas diferencias, tanto entre economías avanzadas, como emergentes.

El crecimiento en Estados Unidos, si bien se ha venido moderando recientemente, sigue siendo superior al de la zona euro, Japón y el Reino Unido. Por su parte, en las economías emergentes, el crecimiento se ha debilitado, viéndose afectado por la desaceleración de la economía china y un entorno menos propicio para el resto.

Las perspectivas de crecimiento para la economía global se han venido revisando a la baja. Esto refleja, por un lado, un entorno más adverso para la actividad económica y el comercio mundial, en respuesta a las mayores tensiones comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China. En particular, el comercio mundial se ha desacelerado significativamente y los índices de gerentes de compras del sector manufacturero muestran una clara reducción, especialmente los referidos a los pedidos de exportación. Por otro lado, la mayor incertidumbre sobre la actividad económica, especialmente en Estados Unidos, y sus implicaciones para las condiciones financieras globales ha propiciado un aumento en la volatilidad de los mercados financieros, ajustes en los mercados accionarios y una mayor aversión al riesgo. Todo ello ha propiciado un entorno donde la confianza de los negocios y las perspectivas para invertir se han visto afectadas.

En cuanto a las economías emergentes, destaca la desaceleración en las cifras más recientes y en las perspectivas de crecimiento en China, ante las mayores tensiones comerciales con Estados Unidos. Esto también ha comenzado a incidir en las expectativas de crecimiento de otras economías emergentes, cuyos pronósticos también han sido revisados a la baja.

En las economías avanzadas, destaca el contraste entre el dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos y la moderada expansión en el resto. Esto refleja, entre otros factores, la postura fiscal pro-cíclica adoptada en Estados Unidos y la fase madura del ciclo por la cual transita su economía.

En cuanto a las presiones inflacionarias, tanto la general como la subyacente en Estados Unidos se ubican alrededor de 2%, la meta de la Reserva Federal para la inflación general, mientras que en la zona euro y Japón la inflación subyacente se encuentra claramente por debajo de sus metas.

Estas claras diferencias han dado lugar a que se mantengan amplios diferenciales entre las tasas de interés de Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas tanto de corto como de largo plazo. Lo anterior, aunado al reciente aumento en la aversión al riesgo, han contribuido a la mayor fortaleza del dólar.

La estrategia de la Reserva Federal para el retiro del estímulo monetario se había comunicado desde hace varios años como un proceso gradual y preanunciado. No obstante, durante 2018 se han presentado dos factores que han hecho el tránsito cíclico de la economía estadounidense más incierto. Por un lado, las crecientes tensiones comerciales se han convertido en un importante factor de incertidumbre para la actividad económica y los mercados financieros globales. Por otro, la adopción de un importante estímulo fiscal en la fase madura del ciclo económico ha hecho más complejo e incierto el comportamiento de la economía estadounidense y sus perspectivas de inflación.

En particular, la combinación de mayores tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, así como la percepción de cierto agotamiento de los efectos del estímulo fiscal sobre la actividad económica, dieron como resultado que en el último trimestre del año se presentara un importante aumento en la volatilidad de los mercados financieros, con altibajos considerables en las tasas de interés, una importante corrección a la baja en los mercados accionarios y un ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento.

Para ponerlo en perspectiva, considérese que el mercado accionario estadounidense ha acumulado en el cuarto trimestre una caída cercana al 15% y las tasas de los bonos del tesoro a 10 años pasaron de 2.86% a principios de septiembre a 3.24% a mediados de octubre, para nuevamente bajar a 2.82% el 18 de diciembre.

Así, la información más reciente de los mercados financieros refleja la expectativa de que la actividad económica en Estados Unidos se desacelerará, y que en dicho proceso se enfrentan factores de riesgo considerables.

Por su parte, se ha venido consolidando la previsión de menores presiones inflacionarias en la economía estadounidense. A ello han contribuido diversos factores, principalmente la desaceleración esperada en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, así como a los efectos de la mayor fortaleza del dólar y la reducción en los precios de los energéticos.

En consecuencia, se redujo la expectativa de los mercados financieros respecto al número de incrementos de tasas de interés que se anticipan por parte de la Reserva Federal.

Al respecto, el 19 de diciembre, la Reserva Federal incrementó su objetivo para la tasa de fondos federales a un rango de 2.25% a 2.5%. A su vez, consideró que algunos incrementos adicionales serían congruentes con el cumplimiento de su mandato de mantener la inflación alrededor de 2% y condiciones de pleno empleo. Adicionalmente, sus proyecciones muestran menores tasas de interés para los próximos años y en su nivel de tasa de largo plazo.

El entorno actual se caracteriza por ser complejo y frágil, tanto por lo inusitado de algunos de los elementos que están presentes en la economía global, como por los importantes riesgos que aún están presentes.

El complejo entorno descrito ha propiciado mayor aversión al riesgo y volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes, especialmente en las que tienen cimientos macroeconómicos vulnerables o enfrentan factores de riesgo idiosincráticos.

En los últimos dos meses los mercados financieros nacionales se han visto afectados y mostrado alta volatilidad, especialmente asociada a elementos de incertidumbre interna, que propiciaron la depreciación del tipo de cambio y un aumento en las primas de riesgo. Inclusive, un par de calificadoras cambiaron la perspectiva de la calificación soberana de estable a negativa.

Entre los factores que propiciaron el ajuste en los mercados destaca por su importancia el anuncio de la nueva administración de la intención de cancelar el Proyecto del Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México, la incertidumbre asociada a las políticas de la nueva administración y a la estrategia de generación de valor en Pemex, así como los efectos de algunos proyectos legislativos. Ello se reflejó en una depreciación del tipo de cambio y un incremento importante en las tasas de interés en moneda nacional y extranjera. En particular, las tasas de interés de mediano y largo plazos en pesos alcanzaron sus niveles más altos de los últimos 10 años. En este ajuste se incrementaron considerablemente las primas de riesgo soberano e inflacionario.

Durante el ajuste descrito, el mercado cambiario ha mantenido niveles de liquidez, profundidad y volumen adecuados. No obstante, el mercado de renta fija presentó afectaciones de consideración y episodios en los que se ajustaron las tasas de interés de manera abrupta y con poca liquidez. A su vez, las subastas primarias mostraron una menor participación de los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, especialmente en los instrumentos de mayor duración y plazo.

En los últimos días, los mercados financieros han tenido un mejor desempeño, en cuanto a los factores externos, se ha consolidado la expectativa de menores aumentos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal y la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano se ha reducido, propiciando mejores condiciones para los mercados emergentes. Adicionalmente, tras el anuncio de paquete económico por parte de la SHCP basado en un escenario realista para la economía nacional y con metas en línea con lo esperado, los mercados financieros nacionales han mostrado en el margen, un mejor desempeño, tanto en el mercado cambiario, como en las tasas de interés a diferentes plazos. Al respecto, los niveles del tipo de cambio, las primas de riesgo soberano y las tasas de interés de mediano y largo plazos se mantienen en niveles superiores a los registrados a finales de septiembre.

Por ello, ante un entorno externo e interno marcadamente incierto, y sujeto a factores de riesgo considerables, es necesario generar condiciones que den confianza, para lo cual es importante que se cumplan las metas fiscales incluidas en el paquete económico para 2019 presentado al H. Congreso de la Unión y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas, y que se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, un ambiente de mayor certidumbre para la inversión.

Todo lo anterior es necesario para promover mayor crecimiento y desarrollo, pero también para evitar la materialización de factores de riesgo que pudieran propiciar una recomposición de portafolios y salidas de capital.

En cuanto a la actividad económica en México, se prevé que en el cuarto trimestre de 2018 se presente una desaceleración respecto al repunte observado en el trimestre previo.

Por el lado de la demanda agregada, persiste la tendencia negativa de la inversión, en la cual destaca el menor gasto en construcción y en maquinaria y equipo nacional. Al respecto, en opinión de analistas económicos encuestados por el Banco de México se aprecia que la coyuntura actual para realizar inversiones pasa por un mal momento y que empeoró considerablemente en la última encuesta. Por otro lado, destaca el dinamismo de la expansión del consumo. Cabe señalar que la combinación de estancamiento en la inversión y fortaleza en el consumo puede tener implicaciones importantes tanto para el crecimiento de la economía como para la conducción de la política monetaria.

En cuanto a la demanda externa, en el margen el dinamismo de las exportaciones manufactureras se ha moderado, especialmente en las exportaciones automotrices.

Por el lado de la producción, se mantiene el dinamismo de los servicios y, en el margen, se debilitó la actividad industrial, especialmente las manufacturas y el marcado deterioro de la minería asociado a la extracción de crudo.

Con la información disponible se realizó un ligero ajuste al pronóstico de crecimiento para este año y el siguiente de 2.3% a 2.2%. Cabe destacar, que el entorno de crecimiento para 2019 está sujeto a una elevada incertidumbre y dependerá tanto de las políticas públicas que se implementen, como de sus efectos en la inversión privada y el consumo.

Entre los principales factores de riesgo para el crecimiento destacan:

Que ante un escalamiento en las tensiones comerciales a nivel global se presente un aumento en la aversión al riesgo, que afecte a los mercados financieros globales y, en especial, a los emergentes, quienes podrían enfrentar un menor acceso al financiamiento externo.

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

Que se enfrenten obstáculos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados entre México, Estados Unidos y Canadá.

Que se presenten factores que propicien mayor incertidumbre interna y una menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana.

Que se presenten algunos atrasos en la ejecución del gasto público ante el cambio de administración.

La materialización de riesgos geopolíticos.

Adicionalmente, es importante destacar que hay importantes factores de riesgo de mediano plazo que podrían incidir sobre el crecimiento económico:

Es necesaria la adopción de políticas públicas orientadas a incrementar la productividad de la economía mexicana y la adecuada utilización de los factores.

Se enfrentan riesgos de carácter estructural derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en la economía y la capacidad de crecimiento.

Que persistan los problemas de falta de Estado de derecho; inseguridad pública, e impunidad; que están afectando considerablemente las perspectivas de inversión y crecimiento económico.

Por todo lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja, tanto en un horizonte de corto como de mediano plazo.

Por lo que toca a la inflación general, desde junio se ha visto afectada por aumentos considerables en la inflación no subyacente. En ello destacan los aumentos en los precios de los energéticos.

En cuanto a la inflación subyacente, después de disminuir en el primer semestre del año, este indicador ha mostrado una importante resistencia a la baja. De hecho, en junio registró 3.62% y en noviembre 3.63%, y se ha mantenido afectada, tanto por los efectos indirectos de los aumentos en los precios de los energéticos como un incremento en la variación anual de los servicios distintos de la vivienda y la educación.

En las últimas encuestas, las expectativas de inflación general a diferentes plazos han mostrado un deterioro. Las correspondientes al cierre de 2019 se incrementaron de 3.71% a 3.89% entre octubre y diciembre, mientras que para el cierre de 2020 aumentaron de 3.5% a 3.79%. Las expectativas de inflación subyacente también mostraron un incremento, si bien de menor magnitud, pasando entre octubre y diciembre de 3.45% a 3.5% para el cierre de 2019, mientras que las del cierre de 2020 aumentaron de 3.33% a 3.37%. Las expectativas de inflación general para el mediano y largo plazos siguen ubicándose alrededor de 3.5%, cifra superior a la meta permanente de 3%.

En cuanto a la compensación por inflación implícita en el diferencial entre los rendimientos en términos nominales y reales de mediano y largo plazos, se obtienen incrementos y niveles elevados tanto en las expectativas de inflación, como en la prima por riesgos inflacionarios.

Por lo que se refiere a la posición cíclica de la economía, los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura, apuntan a que éstas se han mantenido en niveles menos estrechos que los registrados a principios del año.

A su vez, el mercado laboral mantiene condiciones estrechas y los salarios han aumentado. Al respecto, considerando la magnitud de los aumentos recientes en el salario mínimo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y en el proceso de formación de precios.

Así, se han materializado algunos riesgos al alza para la inflación, bajo un entorno externo adverso y con importantes elementos de incertidumbre interna.

En los últimos meses, la cotización del peso y las tasas de interés de mediano y largo plazos mostraron altibajos.

Primero, se presentó una considerable depreciación del peso y un marcado incremento en las primas de riesgo soberano y tasas de interés en pesos, asociada principalmente a factores internos. En particular, por el anuncio de la intención de cancelar el Proyecto del Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México, la preocupación que mostraron las agencias calificadoras sobre el modelo de negocios que adoptará Pemex y la incertidumbre sobre las políticas de la nueva administración.

Posteriormente, tras la presentación del paquete económico para 2019 y con los señalamientos por parte de la Reserva Federal respecto a una mayor moderación en los incrementos futuros de tasas de interés, se presentó cierta apreciación cambiaria, una reducción en las primas de riesgo soberano y en la curva de rendimientos en sus plazos medianos y largos. Al respecto, cabe señalar que aún se mantienen niveles de tipo de cambio y tasas de interés superiores a los que prevalecieron a principios de octubre.

El entorno presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y en particular, la formación de precios en la economía. Por ello, es particularmente relevante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión y que se consoliden sostenibilemente las finanzas públicas. Todo ello es indispensable para consolidar de manera sostenida una inflación baja y estable.

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

La inflación no subyacente ha afectado significativamente a la inflación general y presionado a la subyacente, lo cual ha retrasado la convergencia de la inflación hacia su meta.

La inflación subyacente ha mostrado una clara resistencia a disminuir y se ha desviado de la trayectoria prevista en los pronósticos, lo cual constituye un riesgo para la política monetaria.

Los pronósticos de inflación requieren de una postura monetaria más restrictiva para converger hacia la meta.

Ante este entorno, las perspectivas para la inflación en el corto y mediano plazos se han tornado más inciertas. En particular, la cotización del peso seguirá sujeta a posibles periodos de volatilidad.

Ello considerando, primero, la incertidumbre acerca de la actividad económica en Estados Unidos y el proceso de normalización de la postura de política monetaria, que podría dar lugar a un incremento en la aversión al riesgo y ajustes en los mercados financieros, lo que para las economías emergentes implicará una menor disponibilidad de recursos externos, y segundo, la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y algunas políticas públicas en México, lo que podría implicar retos considerables para el proceso de reducción de la inflación y afectar el cumplimiento de la meta en los horizontes previstos. Además, algunas de las políticas comentadas podrían afectar el funcionamiento de la economía y el proceso de formación de precios.

Por ello, es necesario evitar caer en una situación que propicie un periodo de débil crecimiento económico con presiones inflacionarias persistentes.

Por lo antes señalado, el balance de riesgos para la inflación respecto a su trayectoria esperada se ha deteriorado y mantiene un sesgo al alza.

Adicionalmente, considerando el reciente incremento en las tasas de interés de corto plazo por parte de la Reserva Federal, así como la marcada incertidumbre que ha rodeado a la economía nacional en los últimos meses y las afectaciones y alta volatilidad que han tenido los mercados financieros nacionales, es importante tomar en cuenta la contribución que los diferenciales de tasas de interés de corto plazo tienen como un elemento que contribuye para que la economía transite por un entorno de mayor incertidumbre de manera más ordenada y manteniendo las expectativas ancladas.

Ante este entorno, mi voto es a favor de aumentar en esta ocasión la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8.25%.

A su vez, considero importante destacar que, además de mantener un marco macroeconómico sólido y con una formación de precios anclada en la meta de inflación de 3%, es necesario promover un entorno de confianza y certidumbre, que promueva la inversión, la planeación de largo plazo, la competencia económica y el crecimiento económico.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 20 de diciembre de 2021

www.banxico.org.mx