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 29 de septiembre de 2022

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 29 DE SEPTIEMBRE DE 2022

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 28 de septiembre de 2022.

Asistentes:
Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

GALIA BORJA GÓMEZ

Desde nuestra última decisión, la actividad económica mundial continúa enfrentando importantes desafíos. Las tensiones geopolíticas se intensificaron alrededor del mundo, al tiempo que indicadores oportunos relacionados a la actividad de manufacturas y servicios, tanto en economías avanzadas como emergentes, exhibieron una mayor debilidad durante este periodo, sugiriendo una desaceleración de la actividad global en el tercer trimestre del año.

Así, las perspectivas de crecimiento para la economía mundial se revisaron a la baja, en especial para el 2023, y persiste incertidumbre sobre el impacto que pueda tener el retiro de estímulos económicos alrededor del mundo, las implicaciones de las medidas de confinamiento en China, la crisis energética que pudiera presentarse en Europa, así como los efectos que pueda tener la disminución de los precios de la vivienda en economías avanzadas.

En contraste, los mercados laborales de varias economías muestran fortaleza, con brechas de desempleo muy cerradas y, en particular, en Estados Unidos se observó una recuperación importante en las tasas de participación laboral.

La inflación en la mayoría de las economías a escala mundial continúa en niveles elevados, manteniéndose significativamente por encima de los objetivos de sus bancos centrales por un periodo prolongado.

Aunque en algunas economías avanzadas la inflación general mostró una disminución en el mes de agosto. Esto se explicó principalmente por una reducción en los energéticos, por lo que otro tipo de métricas que excluyen este componente, como son la subyacente o la medida de medias truncadas, siguen con tendencia al alza.

En este sentido, aunque algunos indicadores relacionados a las presiones por cadenas de suministro, tiempos de entrega, costos de insumos y transporte de carga han comenzado a descender, aún prevalece incertidumbre sobre si la inflación mundial pudiera haber alcanzado su nivel más elevado en este ciclo o sobre si su eventual moderación coincidirá con el ritmo y niveles previstos por los bancos centrales.

Como consecuencia de lo anterior, las autoridades monetarias reiteraron un compromiso sólido con la estabilidad de precios y algunos de los principales bancos centrales realizaron incrementos de magnitud elevada en sus tasas de referencia, manteniendo una retórica restrictiva con el fin de afianzar la convergencia de la inflación a sus objetivos.

En particular, el Sistema de la Reserva Federal incrementó la tasa de fondos federales en 75 puntos base por tercera vez consecutiva e indicó que incrementos adicionales serían apropiados. Al mismo tiempo, sus proyecciones de tasa de interés indican que para el resto de este año podrían esperarse alrededor de 125 puntos base adicionales y llevar su tasa objetivo a un nivel de 4.4 % para el cierre de 2022. De acuerdo con esta métrica la tasa de fondos federales alcanzaría un máximo de 4.6 % a finales de 2023.

No obstante, en conferencia de prensa el presidente de la Reserva Federal fue claro en transmitir que los futuros incrementos dependerán de los datos económicos, señalando que la estabilidad de precios requeriría de un crecimiento económico por debajo de su tendencia de largo plazo.

Durante este periodo, los mercados financieros mostraron una elevada volatilidad, derivado de la alta sensibilidad de los activos financieros a los incrementos de los bancos centrales, en particular de la Fed.

En el mercado de tasas de Estados Unidos se observó un incremento en todos los nodos de las curvas de rendimiento, tanto en términos nominales como reales, en donde destaca el de los nodos de 2 y 10 años mayor a 100 puntos base. Esto en condiciones de deterioro de liquidez semejantes a las observadas a inicios de la pandemia.

En este contexto de mayor volatilidad y aversión al riesgo, el principal índice bursátil en Estados Unidos cayó en más de 13 % en el periodo, al tiempo que el dólar se apreció de forma significativa, alcanzando su mayor fortaleza en los últimos 20 años. En contraste, la libra esterlina, el euro y el yen alcanzaron sus niveles más bajos en décadas.

En línea con este comportamiento, los mercados emergentes experimentaron episodios de alta volatilidad, presentando un comportamiento negativo en sus divisas, por lo que, en algunos casos, sus bancos centrales llevaron a cabo intervenciones cambiarias.

Por su parte, la actividad económica del país continuó recuperándose parcialmente en el mes de julio, luego de haber mostrado una contracción en los dos meses anteriores, exhibiendo con ello una reactivación insipiente respecto a lo observado en el primer semestre del año. Sin embargo, algunos indicadores semanales de alta frecuencia sobre la actividad económica sugieren un debilitamiento para los meses de agosto y septiembre.

El repunte de la actividad se explica, en parte, por el avance del sector servicios, si bien a su interior estos continúan mostrando debilidad y heterogeneidad en el nivel de reactivación, con las actividades esparcimiento y recreativos, alojamiento temporal y de preparación de alimentos, y de gobierno, aún por debajo de sus niveles de pre pandemia. En contraste**,** el comercio, transportes, servicios financieros y de seguros ya se han recuperado.

La actividad industrial siguió creciendo y registra cinco meses seguidos de expansión, aunque con un comportamiento también diferenciado entre sectores: mientras que la minería y la construcción siguen reflejando atonía, las manufacturas han impulsado el dinamismo industrial.

En cuanto a la demanda externa, con cifras desestacionalizadas, las exportaciones automotrices se expandieron en agosto, mientras que el resto de las exportaciones manufactureras mostró una disminución en el margen. La combinación de ambos factores permitió una mejora tanto en la balanza petrolera como en la balanza comercial total del país.

Del lado de la demanda interna, tanto el consumo como la inversión fija bruta siguieron recuperándose, si bien algunos indicadores adelantados del consumo como son las ventas de la Antad, la confianza del consumidor y el ingreso promedio real sugieren una posible desaceleración, las remesas permanecen en máximos históricos. Por su parte, en la inversión el componente de maquinaria y equipo mejoró en el margen, mientras que la construcción aún muestra un importante rezago.

Diversos indicadores apuntan a que el mercado laboral se ha recuperado de las afectaciones causadas por la emergencia sanitaria, con la tasa de desocupación extendida alcanzando sus niveles previos a la pandemia, si bien aún se mantienen rezagos en algunos indicadores de participación laboral y en la recuperación de empleo de algunos sectores.

De acuerdo con la información de la ENOE se observa que los salarios de la población ocupada remunerada, que incluye el total de formales e informales, no exhiben incrementos significativos en términos reales. Por lo que difícilmente puede considerarse que en estos momentos existan presiones salariales generalizadas en la economía. En cambio, la información sugiere una posible incidencia sobre ciertos sectores y vinculada a la recuperación heterogénea que hemos observado.

La mayor parte de las revisiones salariales se han concentrado en el subgrupo de trabajadores formales registrados en el IMSS, donde a su interior destacan los sectores de construcción, agricultura y servicios para empresas. En contraste, los salarios reales en la industria eléctrica y servicios de agua potable, servicios sociales y comunales, así como servicios de transportes y comunicaciones se encuentran rezagados.

Estudios recientes del Banco de México que descomponen la dinámica salarial de los trabajadores del IMSS por tipo de empleados, sugieren que los incrementos salariales en este sector pueden explicarse en mayor parte por la reforma laboral en materia de subcontratación del 2021, por lo que será importante evaluar si estos incrementos seguirán presentándose hacia delante una vez que se superen los efectos de dicha reforma.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura continuaron reduciéndose y se anticipa lo sigan haciendo hacia delante.

En México, los mercados de renta fija y de renta variable presentaron movimientos negativos, en línea con lo observado a nivel internacional. No obstante, el mercado de divisas mostró una mayor estabilidad, lo que condujo a un tipo de cambio resiliente que operó entre niveles de 19.83 y 20.38 pesos por dólar, aunque su volatilidad obedeció principalmente a factores externos, en el periodo mantuvo condiciones de operación estables con una volatilidad mucho más elevada en los días más recientes.

En el mercado de tasas se observaron incrementos en todos los nodos de la curva de rendimientos, destacando los de la parte corta de alrededor de 120 puntos base. El mercado accionario en México presentó una caída de 5.4 % mientras que las primas por incumplimiento subieron en más de 45 puntos base, en línea con un mayor sentimiento de aversión al riesgo.

La inflación general en México registró una variación anual durante la primera quincena de septiembre de 8.76 %, afectada principalmente por un alza del componente subyacente que alcanzó un nivel de 8.27 % a tasa anual, mientras que el componente no subyacente se ubicó en una variación de 10.22 % respecto al mismo periodo del año anterior.

En este sentido, la inflación permanece en niveles elevados e inconsistentes con el objetivo de política monetaria.

La subyacente, en particular, muestra una tendencia alcista desde hacía varios meses, afectada en especial por el comportamiento de las mercancías alimenticias, que alcanzaron una variación de 13.27 %, con alzas importantes en los precios de los derivados del trigo, del maíz, de la azúcar y de las bebidas alcohólicas. Mientras que las mercancías no alimenticias han mostrado mayor resistencia a ceder y persistieron con una variación anual de 7.94 %.

Los servicios se aceleraron de manera importante, ello como resultado fundamentalmente de incrementos en las tasas de variación anual de los precios de los servicios de alimentación, de educación y turísticos.

Diversas medidas de tendencia central, tanto de la inflación general como de la subyacente, siguen mostrando una tendencia al alza, e incluso aquellos genéricos que han mostrado una formación de precios más rígida se encuentran subiendo por encima del intervalo de variabilidad de nuestra meta, lo que indica presiones generalizadas en la economía.

Debido a la integración comercial que posee México con el resto del mundo, la inflación sigue presionada directamente por el encarecimiento de insumos importados y de manera indirecta por los precios internacionales de referencia de diversas materias primas, las cuales presentan una fuerte correlación con los precios domésticos y han generado un traspaso importante a la inflación del país.

Considero preocupante que dicho traspaso pueda presentar un efecto asimétrico en el descenso de la inflación conforme el precio de estas materias primas disminuya. En este sentido, el proceso de convergencia podría enfrentar retos importantes hacia delante.

Al respecto, para esta decisión, los pronósticos de la inflación presentan una revisión significativa, lo que ha implicado retrasar la convergencia puntual hacia la meta hasta el tercer trimestre de 2024, en sintonía con el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria. Esto, en coincidencia con la convergencia esperada para la inflación de diversas economías.

Por su parte, las expectativas de la inflación general y subyacente se deterioraron principalmente para el cierre de este año y del siguiente, mientras que para plazos mayores existieron ajustes más moderados**.** En particular, las de largo plazo permanecieron en un nivel de 3.6 %, sin embargo, a su interior presentan una distribución bimodal entre 3.5 y 4 % lo que representa un importante reto para la política monetaria. Finalmente, las extraídas de instrumentos de mercado también presentaron incrementos relevantes, lo que ha generado una compensación por inflación elevada.

Por lo anterior, mi voto es a favor de incrementar el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base para ubicarla en un nivel de 9.25 %.

La inflación se mantiene en niveles elevados y superiores al objetivo, y es preocupante que la subyacente continúa mostrando una lectura elevada y con tendencia creciente. Como consecuencia, nuestro pronóstico se ha revisado al alza para todo el horizonte, indicando la convergencia en el tercer trimestre de 2024, pues no se descarta que los choques resulten más duraderos de lo previsto, que se agudicen, o que se materialicen nuevas presiones. En este contexto, el balance de riesgos continúa sesgado al alza.

En congruencia con el régimen de política monetaria, la postura debe buscar que este balance de riesgos se torne más neutral y simétrico en torno al pronóstico central de la inflación.

Con el aumento en la magnitud de los incrementos en la tasa de interés, nuestras decisiones han sido efectivas en lograr que la tasa real *ex ante* se sitúe ahora por encima del rango estimado como neutral. En este sentido, es importante observar que, aunque las expectativas de inflación de mediano y largo plazos han comenzado a estabilizarse, estas siguen en niveles elevados, por lo que es necesario que busquemos que estas variables se mantengan ancladas.

Por otro lado, con las últimas decisiones por parte del Sistema de la Reserva Federal, las expectativas de inflación en Estados Unidos han descendido más rápido que en México, lo que se traduce en un estrechamiento del diferencial de las tasas de interés real *ex ante* entre ambos países. En este escenario de mayor apretamiento, junto con el aumento de las tensiones geopolíticas, se ha generado un ambiente de mayor volatilidad y aversión al riesgo. Así, con esta decisión también buscamos proporcionar la certeza necesaria para que exista un ajuste ordenado en los mercados y en el sistema financiero, y así evitar una posible afectación en la formación de precios en la economía.

En cuanto a la posición monetaria absoluta, esta decisión asegura que el nivel nominal de la tasa de interés supere el nivel de la inflación observada, condición necesaria para lograr la convergencia hacia la meta. También superará los niveles de la inflación esperada para todo el horizonte de pronóstico, adoptando una postura congruente con la trayectoria descendente de la inflación.

En mi opinión, durante este ciclo alcista hemos actuado de manera comprometida, siendo en un inicio oportunos y graduales, así como robustos y contundentes cuando se ha requerido. Hemos alcanzado ya un nivel restrictivo y hacia delante debemos calibrar adecuadamente, en cada decisión, cuál es el nivel de la postura monetaria que permita la estabilidad de precios, tomando en cuenta todas las variables disponibles y asegurando una trayectoria de tasa que garantice la convergencia en cumplimiento con el mandato.

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La actividad económica mundial se ha venido desacelerando durante la segunda mitad del año. Así lo reflejan indicadores oportunos como los índices de gerentes de compras de economías avanzadas y emergentes. La economía de Estados Unidos se contrajo durante los dos primeros trimestres del año y se espera que la actividad crezca moderadamente durante el segundo semestre. En Europa se espera también un débil desempeño en lo que resta del año y una contracción económica para 2023. Por su parte, China parecería haber recuperado cierto dinamismo después del deterioro asociado a la más reciente ola de COVID-19.

En general, puede decirse que ya hay señales claras del inicio de la mitigación de las presiones inflacionarias globales. A esto ha contribuido la dinámica favorable de la pandemia y las posturas restrictivas adoptadas por diversos gobiernos y bancos centrales, lo que ha repercutido en una moderación del gasto a nivel global. Los primeros mercados en reaccionar a este nuevo contexto han sido los de las materias primas. En efecto, ya se observa una cierta deflación en los precios del petróleo y de otras materias primas, si bien con algo de volatilidad. En consonancia con lo anterior, ya se han comenzado a observar disminuciones en las tasas de inflación anual de los precios al productor y al consumidor en algunos países. De igual forma, también ya tenemos señales claras de mitigación en las presiones sobre las cadenas globales de suministro, como lo reflejan diversos índices que incluyen a los pedidos pendientes, los tiempos de entrega y los precios de transporte de carga marítima, entre otros. Finalmente, en cuanto a las expectativas de inflación, tanto las provenientes de encuestas como las implícitas en instrumentos de mercado, también han comenzado a disminuir en el margen en diversos países.

Por su parte, los mercados laborales en la mayoría de las economías avanzadas continuaron mostrando una cierta fortaleza en términos de empleo y otros indicadores de ocupación. A pesar de ello, los salarios reales en casi todas las economías avanzadas ya han comenzado a tener variaciones reales negativas, lo que anticipa ajustes futuros en el consumo privado.

La Reserva Federal ha continuado incrementando sus tasas de interés de manera acelerada y las expectativas de incrementos futuros se ajustaron recientemente al alza. Algo similar ha ocurrido con otros institutos centrales como el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra. No obstante, algunos otros bancos centrales han comenzado a desligarse de los movimientos de la Reserva Federal respondiendo más a la evolución de su propio contexto interno. China y Japón, por ejemplo, continúan implementando posturas acomodaticias, al tiempo que mantienen una inflación relativamente baja. Por otro lado, Chile y Brasil, países

en donde la inflación alcanzó niveles de dos dígitos, se adelantaron en el proceso de ajuste y parecen haber alcanzado ya la tasa terminal de sus correspondientes ciclos alcistas.

Los mercados financieros globales se han visto afectados por la perspectiva de una política monetaria más restrictiva en las principales economías avanzadas y por la posibilidad que ello implica para una potencial recesión global. Así, desde nuestra última reunión, las tasas de interés gubernamentales se incrementaron significativamente al tiempo que el sentimiento de aversión al riesgo se incrementó. Asimismo, el dólar se fortaleció a un nivel no visto en décadas y los índices accionarios disminuyeron, mientras que las materias primas registraron importantes reducciones afectadas por la perspectiva de una menor demanda global. Por su parte, los mercados en economías emergentes se vieron afectados por el ambiente de menor apetito por riesgo, sus monedas sufrieron depreciaciones importantes y sus primas por riesgo se incrementaron.

Los mercados financieros en México se vieron afectados por la dinámica internacional de menor apetito por riesgo. Las tasas de interés gubernamentales aumentaron, al tiempo que la bolsa disminuyó. En el periodo, destaca el incremento significativo de las tasas, tanto nominales como reales, en todos sus plazos, lo que implica un endurecimiento de las condiciones financieras imperantes y lo que refleja una expectativa de una postura monetaria más restrictiva. El peso también se vio afectado por este ambiente negativo, si bien desde una perspectiva de mediano plazo continúa destacándose como una de las divisas de mejor desempeño en el mundo. De hecho, en lo que va de 2022 el peso mexicano se ha apreciado con respecto a la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes.

Durante el primer semestre del año, el PIB de México registró cifras positivas de crecimiento en un contexto de recuperación económica incompleta. No obstante, en meses recientes la actividad ha mostrado un cierto estancamiento, pues aún no se ha logrado superar el nivel de actividad alcanzado en abril. De confirmarse el dato oportuno de actividad para el mes de agosto, la actividad económica global en México habría hilado 4 meses consecutivos con una trayectoria básicamente plana.

Al mes de julio, la actividad industrial continuó mostrando una trayectoria positiva explicada por el crecimiento de las manufacturas, destacando la producción de equipo de transporte. Lo anterior a pesar de que en este mes se registraron reducciones en minería y construcción, sectores que han mostrado atonía desde inicios de 2021. Por otra parte, los servicios mostraron debilidad al reducirse en mayo, tener un estancamiento en junio y crecer relativamente poco en julio.

En lo que respecta a la demanda agregada, cifras de agosto muestran que las exportaciones automotrices mantuvieron cierta tendencia positiva al inicio del tercer trimestre, mientras que las no automotrices presentaron una moderación. Si bien el consumo privado tuvo un aumento en el segundo trimestre del año, durante el bimestre mayo-junio se debilitó al reducirse en mayo y estancarse en junio. En este sentido, algunos indicadores de alta frecuencia como el gasto en tarjetas y las tendencias de Google sugieren que dicha debilidad se ha extendido al tercer trimestre del año. En este mismo sentido, se observa una disminución en el margen en algunos de sus determinantes como la confianza del consumidor y el ingreso real. La inversión total también registró un freno en el bimestre mayo-junio tanto en el componente de maquinaria y equipo, que había crecido fuertemente al inicio del año, como en el de construcción que continuó con la atonía que ha mostrado desde 2021.

Por otro lado, el mercado laboral continuó mejorando y ya en el mes de julio las tasas de desempleo y participación laboral se situaron en niveles similares a los que se tenían a inicios del 2020. Del mismo modo, al mes de agosto el empleo formal registrado por el IMSS continuó mostrando una trayectoria positiva.

En general, la actividad económica sigue mostrando un importante grado de holgura. En el segundo trimestre del año el nivel del PIB aún se mantiene muy por debajo de la trayectoria tendencial de mediano plazo, además de que la actividad económica aún se encuentra ligeramente por debajo de su nivel prepandemia. En cuanto a los componentes de la demanda agregada, si bien el consumo ha tenido un mejor desempeño,

apenas ha recuperado su nivel prepandemia y conserva un cierto rezago con respecto a su trayectoria tendencial.

En este contexto, el crédito al sector productivo, si bien mejoró en el margen, continuó mostrando un débil desempeño y un importante rezago con respecto tanto a su nivel previo a la pandemia como al de su trayectoria tendencial de largo plazo.

En cuanto a la inflación, esta se mantiene en niveles altos. El índice general registró una tasa anual de 8.76 % durante la primera quincena de septiembre. No obstante, es importante recalcar que las presiones en el margen de la inflación mensual muestran una tendencia a la baja desde marzo, si bien interrumpida temporalmente en junio, pero que se reafirma con el dato de la primera quincena de septiembre.

La inflación subyacente se mantiene en un nivel alto, registrando una tasa anual de 8.27 % en la primera quincena de septiembre. A su interior, el componente de mercancías ha sido el más afectado, alcanzando 10.75 %, mientras que los servicios permanecen mejor comportados con una tasa anual de 5.43 %. En particular, destaca el componente de mercancías alimenticias que se mantiene en niveles elevados al registrar una tasa anual de 13.27 %. No obstante, durante la primera quincena de septiembre se presentaron reducciones en el margen de las presiones sobre la inflación subyacente mensual respecto a su promedio histórico, particularmente en mercancías alimenticias y servicios.

En lo que respecta a la inflación no subyacente, este componente también presentó niveles relativamente elevados, lo que se explica principalmente por los agropecuarios, mientras que los energéticos tuvieron una tasa anual relativamente baja. No obstante, las presiones en el margen para el componente no subyacente se mantuvieron estables, hilando tres meses consecutivos con tasas mensuales en línea con su promedio histórico. Este desempeño favorable se observa tanto en los energéticos como en los agropecuarios.

Las expectativas de inflación por parte de los analistas del sector privado para el corto plazo presentaron incrementos entre julio y agosto, en línea con el comportamiento de la inflación observada. No obstante, las expectativas de inflación de largo plazo provenientes de encuestas permanecen estables por debajo del 4 %, si bien su distribución ha presentado una mayor dispersión. Por otro lado, las expectativas de largo plazo extraídas de instrumentos de mercado se mantienen ligeramente por arriba del 3 %.

En este contexto, mi voto es a favor de incrementar en 75 puntos base la tasa de interés objetivo para ubicarla en un nivel de 9.25 %. Considero que dicho incremento es necesario dado el nivel alcanzado por la inflación y tratando de minimizar los efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

Nos encontramos en un contexto económico internacional inédito, en donde diversos factores han producido un fenómeno inflacionario global de magnitud no vista en varias décadas. Si bien hay señales claras de que la mitigación de las presiones inflacionarias va en marcha, la mayoría de los países, incluyendo a México, aún registran niveles elevados de inflación. En este contexto, considero que es indispensable que continuemos adoptando una postura monetaria restrictiva por un cierto tiempo para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico.

Con un aumento en la tasa de interés de la magnitud propuesta, la tasa objetivo se ubicaría sólidamente en terreno restrictivo. Por lo anterior, esto nos lleva a preguntarnos hasta dónde deberíamos llevar la postura monetaria y cuándo deberíamos detenernos. Otra consideración importante es cuál debería ser nuestra postura frente a los posibles futuros movimientos de la Reserva Federal.

Con respecto a lo primero, es necesario tener un criterio claro sobre un objetivo específico. Si bien la mayor parte de observadores y analistas piensan en la tasa terminal de un ciclo alcista en función de la tasa de interés nominal, lo realmente relevante para definir el grado de restricción de la postura monetaria es la tasa de interés real *ex ante*. En ese sentido, debemos recordar que la mayor tasa real *ex ante* que hemos tenido en México en el periodo reciente es de 4.4 %, la cual ocurrió a finales de 2018. En aquella ocasión, la tasa

de interés real alcanzó esa magnitud en un contexto de combate al proceso inflacionario desatado en 2017 y de elevada incertidumbre política y económica ante la reciente cancelación del Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México. Utilizando este dato como referencia, podríamos pensar que una tasa real *ex ante* de entre 4.5 y 5 % podría ser vista como un techo para la definición de una posible tasa terminal. Una tasa real de este nivel sin duda tendría efectos restrictivos importantes sobre la economía y debería empezar a operar sobre las expectativas de los agentes económicos. Dados los niveles actuales de expectativas de inflación a 12 meses, dicho nivel de tasa real se alcanzaría con una tasa nominal de entre 9.75 y 10 %. Ir más allá de eso implicaría no solo tener tasas reales excesivamente altas en el corto plazo, sino que, en la medida en la que esta postura empiece a incidir sobre las expectativas de inflación, esto implicaría tasas reales aún más altas en el futuro. Por lo anterior, es importante definir con mucho cuidado el nivel de la tasa terminal y transmitir el mensaje que tasas nominales por encima de 10 % serían innecesariamente restrictivas.

Con respecto a cuándo deberíamos detenernos, consideraría deseable que el fin del ciclo alcista ocurriera a finales de 2022. Para ese momento, el ciclo alcista ya habría durado un año y medio. Cerrar el ciclo en ese punto permitiría mantener una postura restrictiva a lo largo de 2023 y, más importante aún, permitiría que dicha postura operara sobre la inflación a través de diversos canales. Muchos observadores y analistas señalan que la inflación ha continuado creciendo y manifiestan su insatisfacción con la evolución de la inflación. Algunos otros incluso señalan la ineficacia de la política monetaria. Estas opiniones, sin embargo, olvidan no sólo el origen de las presiones inflacionarias, que es fundamentalmente externo y de costos, sino que tampoco toman en consideración que la postura monetaria restrictiva es relativamente reciente, por lo que este factor apenas habría comenzado a operar a través de su efecto en el crédito, el consumo y la inversión. Si a ello le agregamos las tendencias recientes en materia de precios internacionales de la energía y de otras materias primas, es posible anticipar que las presiones inflacionarias comenzarán a reducirse en forma más significativa en los meses por venir. En suma, no debemos olvidarnos del rezago con el que opera la política monetaria, por lo que debemos evitar a toda costa incurrir ahora en un apretamiento excesivo.

Finalmente, en cuanto a nuestra postura relativa con respecto a Estados Unidos y considerando que las expectativas de analistas y de la propia Reserva Federal son de aumentos futuros en la tasa de fondos federales por alrededor de 150 puntos base, es evidente, por lo antes dicho, que el ajuste que se requiere en la tasa de interés doméstica es inferior a dicho monto. Esta situación se explica porque el Banco de México inició mucho antes su ciclo alcista y el monto acumulado de ajustes con esta decisión sería ya de 525 puntos base. En ese sentido, considerando que nuestra tasa ya se encuentra en zona restrictiva, cosa que la Reserva Federal aún no ha logrado; que nosotros no tenemos presiones inflacionarias por el lado de la demanda o del mercado laboral; que el diferencial de tasas con Estados Unidos está cerca de sus niveles máximos y muy por encima del implícito en las tasas neutrales de ambos países, y que el país ha logrado mantener sólidos fundamentos macroeconómicos, es evidente que podríamos comenzar a desacoplarnos del ciclo alcista de la Reserva Federal tan pronto como en la próxima decisión. En cualquier caso, una cosa es clara: si queremos llegar a una tasa terminal a fin de año que implique una tasa real *ex ante* cercana a 5 %, tendríamos que comenzar a desacelerar el ritmo de ajustes a partir de la próxima decisión, independientemente de lo que haga la Reserva Federal.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

De nuevo, la inflación general es mayor a lo anticipado, acercándose al umbral de 9 %, mientras que la materialización de su pico aún no se confirma. También vemos que persiste la trayectoria alcista de la inflación subyacente y sus expectativas siguen deteriorándose. Volvemos a revisar al alza nuestras proyecciones y su balance de riesgos continúa con un considerable sesgo al alza. En agosto pensábamos que a esta altura la discusión principal podría haber sido sobre si ya exploráramos reducir el paso de los incrementos o no. Sin embargo, la realidad nos vuelve a rebasar y ahora tenemos enfrente el debate entre mantener el ritmo de 75 o acelerar a 100 puntos base como lo han hecho varios bancos centrales en otros

países. Seguimos con la necesidad de alcanzar una postura restrictiva consistente con la complejidad inflacionaria actual.

Dado el entorno tan enredado, requerimos seguir con el ciclo alcista en nuestra tasa de política monetaria hasta llegar a un nivel que permite y facilita la eventual convergencia hacia nuestra meta. Ante este reto, ¿debemos mantener el paso actual de 75 puntos base que de por sí ya envía una señal de contundencia, o bien, debemos acelerar el paso para llegar a una posición terminal antes de lo contemplado? Evidentemente el acelerar el ritmo de incrementos a 100 puntos base mandaría un mensaje mucho más que contundente acerca de nuestro compromiso con abatir el problema inflacionario, que ayudaría aún más a contener el deterioro de las expectativas. Sin embargo, el consenso de los analistas y operadores por un incremento de 75 puntos base sugiere que esto es lo adecuado. Además, un alza por encima del incremento de la Fed podría resultar en un aumento innecesario en la postura monetaria relativa. Subir nuestra tasa a un nivel mayor a lo anticipado por el mercado generaría incertidumbre innecesaria sobre el ritmo de apretamiento monetario. Correríamos el riesgo de acelerar a un ritmo considerablemente elevado y difícil de sostener, que posiblemente requeriría una desaceleración posterior para lo cual no hay condiciones en los próximos meses. Asimismo, un alza de 100 puntos base tampoco se justifica mediante una estrategia de *front-loading*, dado que no tenemos certeza de la tasa terminal del ciclo y por ende no podemos determinar cuánto de esta restricción se puede anticipar. Por ello, no podemos correr el riesgo de que al no poder desacelerar alcancemos una tasa terminal mucho más alta de lo necesario.

Por el momento, no queda claro la ganancia marginal de dicho movimiento por lo que la estrategia actual de firmeza y gradualidad es la mejor. Por ello, mi voto es por incrementar el objetivo de la tasa de fondeo interbancario en 75 puntos base para situarlo en 9.25 % y mandar el mensaje en nuestra guía prospectiva que es muy probable que repetiremos la misma dosis en nuestra siguiente decisión, obviamente sujeto al desempeño de ciertos indicadores claves. No obstante, de empeorarse aún más el panorama inflacionario, la opción de 100 puntos base debería seguir en la mesa.

La inflación no da señales de tener un punto de inflexión y mantiene un marcado sesgo al alza en su balance de riesgos. La inflación general mensual ha sorprendido al alza en 18 de 20 ocasiones desde inicios de 2021. La inflación subyacente mantiene elevadas tasas anuales de crecimiento generalizados en prácticamente todos sus componentes. Desde hace meses, los precios de las mercancías alimenticias crecen a tasas de doble dígito, por lo que siguen siendo una de las principales causas del proceso inflacionario. Esto es preocupante, no solo por el peso que tiene este componente en el índice y su efecto sobre los hogares de menores ingresos, sino también por su efecto psicológico en los consumidores, quienes perciben esta alza como el nivel de inflación en la economía. Por su parte, los precios de las mercancías no alimenticias y de los servicios, que son no comerciables, si bien crecen a tasas menores, se han consolidado muy por encima del rango objetivo. Adicionalmente, la inflación no subyacente también se mantiene en niveles de doble dígito pese a los esfuerzos gubernamentales para contener el aumento de precios energéticos y no se vislumbra que esta pueda ceder fácilmente.

Ante este reto, la consolidación de la postura monetaria absoluta significativamente restrictiva debe de ser nuestro objetivo primordial. Si bien, esto no eliminará el brote inflacionario actual, sí logrará mitigar sus efectos de segundo orden y el creciente riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación. Tal es el deterioro inflacionario que el repetir el incremento de 75 puntos base por tercera ocasión consecutiva apenas será suficiente para adentrar un poco más a la tasa real *ex ante* en la zona restrictiva que apenas se alcanzó la decisión pasada. Por ello, los temores sobre alcanzar una postura monetaria excesivamente restrictiva nociva para el crecimiento de la actividad económica pueden descartarse. También es importante recordar que las condiciones cíclicas de la economía deberían seguir como una consideración de segundo término hasta que logremos controlar el problema inflacionario.

La postura monetaria relativa seguirá en sincronía con el panorama inflacionario global y el mayor apretamiento monetario en Estados Unidos. Por el momento, no parece posible considerar un incremento de tasa menor al último incremento de la Reserva Federal de 75 puntos base. Esto no porque sigamos una regla automática, sino por tres razones fundamentales. La primera, es que la sincronización de las presiones inflacionarias entre México y Estados Unidos demandan un apretamiento restrictivo similar. La segunda, es que tenemos que mantener como mínimo el diferencial de 600 puntos base en nuestras respectivas tasas objetivo por lo menos hasta fin de año. Con ello, contribuiremos al buen desempeño del peso ante una apreciación generalizada del dólar en medio de una mayor volatilidad y aversión al riesgo. La estabilidad cambiaria no solo ha evitado mayores salidas del flujo de capitales, sino también ha mitigado presiones inflacionarias en bienes importados cuyos precios en dólares se encuentran de por sí ya presionados. La tercera, es que debemos mantener nuestra postura monetaria relativa sólida ante los 125 puntos base de incrementos proyectados para la tasa de fondos federales. Dichos incrementos seguirán siendo nuestro piso, aunque no nuestro techo por lo que tratar de desligarnos prematuramente podría ocasionar una volatilidad peligrosa en el tipo de cambio y mandar señales de que ya nos rendimos ante la problemática tan compleja de la inflación.

La mitigación del problema inflacionario global, y en especial en Estados Unidos, es una condición necesaria para resolver el problema inflacionario local. Por el momento, los precios internacionales de algunas materias primas han desacelerado sus incrementos pese a que mantienen alta volatilidad. Igualmente, pareciera que las cadenas de suministros están presentando menores disrupciones, pero no puede confirmarse una disminución de la inflación global. En Estados Unidos, la inflación pese a ir a la baja aún da señales mixtas con una reducción de precios energéticos contrarrestada por el incremento de los precios de alimentos, los cuales se mantienen como la principal fuente de presiones inflacionarias globales. Los niveles registrados aún se mantienen por encima de las expectativas mientras que es preocupante que la inflación subyacente se mantiene al alza. En este sentido, no queda claro si el pico se ha alcanzado. Es necesario observar un cambio de tendencia en dicho país para que podamos iniciar una etapa de baja en la inflación en México.

Sin embargo, el superar dichas presiones globales no es suficiente para controlar la inflación ya que enfrentamos crecientes presiones internas. Por el lado de la demanda, la brecha negativa de producto pudiera ser inexistente o incluso positiva si tenemos un PIB potencial menor al estimado o si aislamos los efectos negativos de la reforma laboral. Pese a las aparentes condiciones de holgura, los precios de bienes no comerciables como los servicios han mostrado un ascenso considerable. También enfrentamos presiones salariales donde las revisiones al salario contractual en empresas privadas alcanzan ajustes mayores a 7 % a agosto de 2022 mientras que el salario diario asociado a trabajadores afiliados al IMSS presenta una tasa de crecimiento anual cercana al 12 %. Estas tendencias alcistas pudieran exacerbarse por revisiones adicionales al salario mínimo, el cual pudiera incrementarse por encima del 20 % en los próximos dos años si se desea que alcance la meta de Coneval igual a 1.7 veces la línea de pobreza urbana. Finalmente, factores climatológicos como las bajas precipitaciones y la escasez de agua pudieran presionar al alza los precios. Todo esto se da en un entorno de múltiples sectores de la actividad económica poco competitivos, que también favorece el alza de precios.

Por ello, la convergencia inflacionaria a la meta será un proceso largo, frágil y difícil. Será un proceso largo por dos efectos. Primero, porque una menor inflación externa no se traduce automáticamente en una reducción de la inflación en México. Segundo, nuestra reciente postura monetaria restrictiva tiene un efecto rezagado en la inflación. Estamos anticipando una convergencia frágil dada la continua aparición de choques no anticipados que han provocado revisiones al alza de nuestro pronóstico en los últimos años. Ahora la convergencia se espera hasta bien entrado el 2024 y existe una alta probabilidad de que esto no se materialice. Además, hay una divergencia para el cierre del 2023 entre nuestro pronóstico y las expectativas de inflación de los analistas lo cual contribuye al deterioro de las expectativas de mediano y largo plazo y pone en duda la credibilidad del pronóstico. La trayectoria convergente también será difícil de alcanzar si se espera que para la segunda mitad de 2023 la inflación no subyacente alcance valores muy por debajo de lo

observado habitualmente. Este componente no ha mostrado una tendencia a la baja, tiene una estacionalidad muy fuerte y es más difícil de pronosticar dada su volatilidad.

Nuestra guía prospectiva de política monetaria debe señalar que mantendremos una clara direccionalidad al alza hasta cumplir con nuestro mandato prioritario. No podemos cambiar de mensaje hasta no tener la certeza de que hayamos pasado el punto de inflexión en la inflación observada; las expectativas inflacionarias se estabilicen, y que nuestro pronóstico de inflación deje de revisarse al alza. De hecho, con el ajuste propuesto alcanzaremos los niveles de tasa *ex ante* máximos que habíamos alcanzado en ciclos restrictivos anteriores en 2008 y 2019. Dado que en esta ocasión el panorama es mucho más retador, la tasa terminal del ciclo debe consolidar una tasa real *ex ante* aún más elevada; por ejemplo, a un nivel alrededor de 6 % en línea con lo que anticipan nuestros modelos de reglas monetarias. Por ello, debemos ir señalando que muy probablemente la tasa terminal del ciclo sea mucho más elevada de lo que el mercado anticipa. Nuestra guía de política también debe mencionar que la magnitud de los incrementos debe responder a la evolución de los datos destacando algunos indicadores más sensibles y relevantes como la inflación observada y las expectativas de inflación, por ser elementos claves de nuestro régimen de implementación de política monetaria. Además, tenemos que poner énfasis en indicadores adelantados que nos anticipen posibles presiones inflacionarias futuras como los precios del productor, los precios de referencias internacionales de alimentos y de materias primas. Finalmente, nuestra guía tiene que reforzar un mensaje de apego irrestricto a nuestro mandato prioritario ya que, de no hacerlo, las consecuencias serán mayores en el futuro.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra decisión de agosto, la inflación global continuó incrementándose, alcanzando nuevos máximos históricos. Ante ello, las autoridades monetarias han reconocido que las presiones inflacionarias serán más severas y duraderas de lo previsto.

Así, los bancos centrales han pasado finalmente del discurso a la acción. La Fed, el BCE, el Banco de Canadá, entre otros, han empezado a actuar con mayor contundencia, sorprendiendo a los mercados ante la magnitud de sus alzas.

Adicionalmente han expresado que las tasas reales *ex ante* podrían superar el rango de neutralidad por un tiempo y una magnitud mayores a las previstas apenas hace unas semanas, y que su prioridad es la estabilidad de precios, asumiendo de ser necesario, un mayor sacrificio en términos de crecimiento y empleo.

Lo anterior, aunado a una economía mundial que durante el tercer trimestre continuó debilitándose ante los persistentes choques de oferta, iniciados por la pandemia y agravados por el conflicto bélico ruso-ucraniano, y que ha derivado en una mayor expectativa de recesión.

El contexto ha ensombrecido la confianza del consumidor, particularmente en las economías avanzadas, cuyos valores se ubican significativamente por debajo del promedio histórico y, en algunos casos, en niveles menores a los observados al inicio de la pandemia.

A ello se suman otros factores que podrían deteriorar la actividad económica y afectar el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, como la posibilidad del escalamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania y las tensiones geopolíticas prevalecientes entre China y Estados Unidos.

Así, las perspectivas de crecimiento mundial para 2022 se mantuvieron estables, mientras que las correspondientes a 2023 fueron revisadas sensiblemente a la baja, dada la marcada incertidumbre y un balance de riesgos notoriamente deteriorado.

En este panorama de menor actividad económica, inquietan las crecientes deudas privadas para financiar el consumo que, frente al continuo apretamiento de las condiciones financieras globales, podrían generar condiciones de inestabilidad financiera.

El mayor endeudamiento privado se desarrolla en medio de elevados déficits fiscales, particularmente en economías de importancia sistémica, que implementaron cuantiosos estímulos para reactivar la actividad económica al inicio de la pandemia.

Asimismo, contribuyen al nerviosismo la debilidad de la economía China, que se prevé tendrá un crecimiento de apenas 3.4 % en 2022 y 5.1 % en 2023, muy por debajo de los niveles observados en la última década. Además, las vulnerabilidades de su sector inmobiliario han generado preocupación sobre posibles eventos de crédito, que podrían tener efectos amplificadores hacia el resto del mundo.

Por su parte, el mercado laboral global permanece sólido, si bien la elevada y prolongada inflación ha erosionado el alza de los salarios nominales.

En cuanto a política monetaria, destaca que, en septiembre, la Fed aumentó por tercera vez consecutiva el rango de su tasa de fondos federales en 75 puntos base, para ubicarlo entre 3 y 3.25 %. Las medianas de las proyecciones de la tasa de referencia revelan aumentos adicionales de 125 puntos base en las últimas dos decisiones de 2022, para alcanzar un nivel de 4.4 %, sensiblemente por encima del 3.4 % anticipado en junio, y una tasa terminal de 4.6 % hacia finales de 2023, de un nivel esperado de 3.8 % en ese mismo mes.

Por su parte, el BCE también sorprendió con un incremento de 75 puntos base sus tasas de referencia, el mayor aumento en diez años.

Las autoridades monetarias de las principales economías del mundo anticipan incrementos adicionales en sus tasas y un retraso en la convergencia de la inflación hacia sus metas para finales del 2023 y 2024. Asimismo, enfatizaron que ante el entorno de incertidumbre revisarán su postura monetaria en función de la información disponible.

En este contexto, las tasas de interés a nivel global mostraron incrementos generalizados y significativos a lo largo de las curvas de rendimiento, especialmente en los nodos de corto plazo.

El aumento de volatilidad financiera y un mayor sentimiento de cautela propiciaron la apreciación del dólar, cuya ganancia alcanzó el máximo nivel en veinte años, lo que indujo intervenciones de algunos bancos centrales en sus mercados cambiarios. Hacia delante, el fortalecimiento del dólar podría implicar un mayor traspaso de la inflación externa a la interna, así como un mayor costo del servicio de la deuda denominada en esa divisa y mayores riesgos de salidas de capital en economías emergentes.

Los mercados accionarios tuvieron un desempeño negativo ante las menores previsiones de crecimiento y aumentos de tasas, en tanto que las cotizaciones de las materias primas aún permanecen en niveles elevados, aunque las más sensibles a la actividad económica, como los energéticos o metales industriales, han registrado una moderación.

Finalmente, desde nuestra reunión pasada se presentaron salidas de capital en los mercados emergentes, particularmente en los instrumentos de renta fija, ante una mayor volatilidad e incertidumbre globales.

La información más reciente sugiere que continúa el crecimiento de la economía nacional y que las condiciones de holgura siguen reduciéndose.

No obstante, se espera una moderación a partir del tercer trimestre, en línea con la desaceleración económica mundial, particularmente de los Estados Unidos y la zona del euro.

En julio, el IGAE mantuvo un crecimiento anualizado de 2.2 %. En el margen, los tres grandes sectores económicos contribuyeron a la expansión. Sin embargo, casi el 35 % de la actividad sectorial continúa por debajo de sus niveles prepandemia, siendo el sector de servicios el de mayor rezago, heterogeneidad y atonía. En contraste, las actividades secundarias presentan un mayor dinamismo, gracias a la recuperación de la actividad industrial y de las manufacturas a niveles previos a la pandemia.

Tanto el consumo privado como el público mantienen una tendencia positiva, sobre todo en el rubro de bienes importados, aunque a un menor ritmo al que se venía observando. Esa dinámica parece haberse visto favorecida por el mayor ingreso disponible proveniente de las remesas familiares, que acumulan 27 meses consecutivos de aumentos, los incrementos salariales y las transferencias asociadas a los programas sociales. No obstante, en agosto el indicador de confianza del consumidor sumó cuatro meses consecutivos a la baja.

El sector exportador ha sido el componente más dinámico de la demanda agregada, impulsado por la rápida recuperación de la economía de Estados Unidos, luego de la severa recesión al inicio de la pandemia. Destacan las exportaciones no automotrices, aunque ya se perciben señales de una reducción en su ritmo de crecimiento, derivado en parte de las expectativas de desaceleración global.

La inversión total continúa su recuperación, impulsada por el componente privado, si bien aún no alcanza el nivel previo a la pandemia. El sector de la construcción, tanto pública como privada, mantienen atonía mientras que la inversión en maquinaria y equipo presenta una tendencia al alza.

El mercado laboral ha seguido recuperándose. En julio, la tasa de desocupación extendida regresó finalmente al nivel que tenía antes de la pandemia. En agosto, el empleo siguió creciendo por encima de sus niveles previos a la emergencia sanitaria. No obstante, aún existe un déficit en la creación de empleos formales, según las tendencias de crecimiento de dicho indicador y, desafortunadamente, alrededor de 32 millones de personas se mantienen en el sector informal, con menores salarios y sin prestaciones laborales.

Las revisiones de los salarios contractuales continúan con su marcada tendencia al alza. Destacan las del sector privado, que promediaron incrementos anuales de 7.2 % entre enero y agosto, mientras que las del sector público ascendieron a 3.7 %.

Por su parte, las revisiones salariales de los trabajadores del IMSS promediaron un nuevo máximo de 11.7 %. Sin duda, los ajustes pendientes en los salarios son una buena noticia, pero el indicador global de productividad laboral acumula ocho trimestres consecutivos de contracción y se ubica en niveles de 2009, lo que ha incrementado significativamente el costo laboral unitario y puede convertirse en una presión adicional a los precios al consumidor, erosionando el objetivo original de aumentar el poder adquisitivo de los trabajadores.

No quiero dejar de mencionar que la alta inflación que hemos observado por un período tan prolongado parece haber empezado a incidir en algunas revisiones salariales, lo que, de continuar, podría implicar el riesgo de una espiral precios-salarios.

A pesar de un entorno de mayores tasas de interés, el financiamiento interno a las empresas continuó recuperándose y, por primera vez desde mayo de 2020, registró una variación real anual ligeramente positiva en julio, impulsado por la recuperación gradual del crédito proveniente de la banca comercial.

Por su parte, el crédito al consumo continúa aumentando y la morosidad de la cartera crediticia bancaria continuó disminuyendo en todos sus segmentos.

Los mercados financieros nacionales sufrieron un deterioro desde nuestra decisión de agosto, en el contexto de mayor aversión al riesgo, además de la fortaleza generalizada del dólar estadounidense.

Si bien el peso mexicano registró una depreciación de 0.4 %, continúa mostrando resiliencia frente al dólar en comparación con monedas de sus pares emergentes.

En línea con la tendencia global el mercado accionario presentó una disminución de 4.1 %.

Las condiciones en el mercado de deuda gubernamental también se deterioraron: las tasas de interés de corto plazo registraron incrementos de hasta 123 puntos base, y las de mediano y largo plazos de hasta 110 puntos base.

La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real también presentó una dinámica negativa, con incrementos de hasta 72 puntos base en el corto plazo y de entre 47 y 61 puntos base en el mediano y largo plazos.

Por lo que se refiere a los flujos de salida del mercado de deuda por parte de no residentes, un análisis realizado por el *staff* del Banco sugiere que el componente global ha tenido una mayor contribución negativa, mientras que el elemento idiosincrático ha incidido positivamente. Este resultado apoya la hipótesis de una desincronización entre México y otras economías emergentes, al favorecer una menor caída relativa en el apetito por los títulos de deuda mexicana.

Finalmente, algunas reflexiones sobre el paquete económico presentado al Congreso de la Unión el pasado 8 de septiembre. Como he mencionado, la disciplina fiscal de la presente administración ha constituido un pilar del marco macroeconómico de nuestro país, que ha contribuido a la resiliencia de la cotización de nuestra moneda y a preservar las calificaciones crediticias de la deuda pública.

No obstante, en el paquete económico destacan dos elementos que podría ejercer presiones adicionales sobre la política monetaria: que la economía creciera menos del 3 %, nivel superior a la mediana de los pronósticos del mercado y de los nuestros, y que se materializara un mayor déficit fiscal que se traduzca en presiones inflacionarias por un aumento en el gasto público. Debemos estar atentos a la evolución de dichas variables.

En México la inflación general y sus componentes han continuado incrementándose. En la primera quincena de septiembre las inflaciones general y subyacente siguieron aumentando para alcanzar nuevos máximos en más de dos décadas, de 8.76 y 8.27 %, respectivamente, mientras que la no subyacente alcanzó 10.22 % en el mismo período.

En particular, preocupa, en primer lugar, que la inflación general mantenga una tendencia al alza, ya por más de 20 meses, y la subyacente, por más de 18 meses.

En segundo lugar, que la inflación de mercancías, y en particular de los alimentos, sigan subiendo y se ubiquen en 10.75 y 13.27 %, respectivamente. Resulta contradictorio que las menores presiones inflacionarias provenientes de las cadenas de suministro, costos de transporte y de energéticos no se hayan visto reflejadas en menores niveles de inflación en México.

En tercer lugar, que la inflación de servicios, en particular aquellos distintos a la vivienda y educación, mantengan una tendencia alcista alcanzando niveles récord, de 5.43 y 7.64 %, respectivamente.

En cuarto lugar, que la inflación no subyacente se mantenga muy elevada, con los agropecuarios mostrando un crecimiento de dos dígitos y que, a pesar de la disminución de las referencias internacionales, los energéticos no muestran una reducción proporcional.

Y, por último, que el balance de riesgos continúe con un considerable sesgo al alza.

Las expectativas de inflación derivadas de encuestas y de instrumentos de mercado continuaron deteriorándose. En línea con los datos observados, las de corto y mediano plazos siguieron aumentando, tanto para la inflación general como la subyacente, mientras que las de largo plazo se mantuvieron para la inflación general y las correspondientes a la subyacente disminuyeron en el margen. Por su parte, la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en instrumentos mostró incrementos generalizados en todos sus plazos.

El inicio del proceso de desanclaje de las expectativas de inflación que he señalado en ocasiones anteriores parece continuar, si bien los ajustes en el margen de las de largo plazo podrían ser indicio de una cierta contención de las presiones.

Así, nuevamente hemos tenido que ajustar significativamente al alza nuestras proyecciones de inflación y, en esta ocasión, para todo el horizonte de planeación, retrasando la convergencia del primer al tercer trimestre de 2024.

A este panorama inflacionario deteriorado tanto a nivel global como por factores internos, se suman un entorno de menor liquidez, elevada volatilidad cambiaria, mayor aversión al riesgo, así como un deterioro en la actividad económica y la posibilidad de choques nuevos derivados de la prolongación o intensificación de los conflictos geopolíticos.

Todo ello implica inequívocamente que no solo será necesario continuar elevando la tasa, sino que debemos llevarla a un nivel más restrictivo y mantenerla ahí al menos durante todo el horizonte en el que opera la política monetaria. Este parece ser el único camino para procurar la convergencia de la inflación a la meta y para mitigar el deterioro en el proceso de formación de precios y los aumentos de expectativas.

De esta manera, mi intención de voto es a favor de incrementar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base, para llevarla a 9.25 %.

Si bien desde nuestra última decisión, las presiones inflacionarias, los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación, así como sus expectativas se han deteriorado, me parece que es conveniente mantener el ritmo de apretamiento que hemos implementado, toda vez que desde el inicio del ciclo de alzas hemos acumulado 525 puntos base y que, finalmente, hemos logrado llevar la tasa real *ex ante* a terreno restrictivo. Asimismo, el incremento de 75 puntos base es consistente con la trayectoria prevista y permite lograr la convergencia de la inflación a la meta del 3 % en el horizonte.

No obstante, es conveniente reconocer que las condiciones globales en un entorno de mayor incertidumbre podrían llevarnos a considerar en el futuro un cambio en el ritmo de ajuste. Considero que no podemos descartar ningún escenario, por lo que es nuestro deber comunicar claramente tres mensajes: que la tasa de referencia seguirá aumentando; que consideraremos la magnitud de los aumentos que sea necesaria acorde con las condiciones en cada decisión, y que será necesario que la postura monetaria se mantenga en terreno restrictivo durante todo el horizonte de planeación para garantizar la convergencia de la inflación a la meta.

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

El entorno para la conducción de la política monetaria ha continuado complicándose, ante las presiones inflacionarias que todavía no dan señales claras de estar cediendo y condiciones financieras internacionales más astringentes.

En el ámbito externo, la actividad económica mundial ha seguido desacelerándose, principalmente ante las afectaciones derivadas del conflicto en Ucrania y condiciones financieras globales más apretadas. Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial han continuado revisándose a la baja para 2022 y

2023, especialmente para economías avanzadas y China. No obstante, los mercados laborales en las principales economías avanzadas continúan mostrando señales de apretamiento.

La inflación global siguió aumentando, reflejando en gran medida los desbalances que aún persisten entre demanda y oferta en diversos mercados. Los precios de los alimentos y energéticos se mantienen elevados, aunque recientemente han disminuido las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas y moderado las disrupciones en las cadenas de suministro. Aunque en algunos casos los menores precios de los energéticos han reducido las presiones sobre la inflación general, el componente subyacente ha seguido aumentando.

En Estados Unidos, si bien la inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor disminuyó de 8.5 % en julio a 8.3 % en agosto, el componente subyacente aumentó de 5.9 a 6.3 % en el mismo periodo. En la zona del euro, la inflación general anual pasó de 8.9 % en julio a 9.1 % en agosto, mientras que el componente subyacente, se incrementó de 4.0 a 4.3 % en el mismo periodo. En las principales economías emergentes la inflación general se mantuvo en niveles elevados y la subyacente continuó aumentando, ubicándose ambas notoriamente por encima de los respectivos objetivos de sus bancos centrales.

Los bancos centrales reiteraron su compromiso con la estabilidad de precios y señalaron la posibilidad de un mayor apretamiento monetario para lograrlo. Varios de estos bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Canadá, incrementaron sus tasas de referencia en 75 puntos base en sus últimas reuniones. Asimismo, varios funcionarios de dichas instituciones han señalado que esperan mantener las tasas de interés en niveles elevados por más tiempo del anticipado anteriormente.

En específico, la Reserva Federal continúa anticipando que serán apropiados nuevos incrementos a su tasa de referencia. Adicionalmente, sus últimas proyecciones sugieren que esta llegaría a un nivel alrededor de 4.40 % al cierre de este año y que se encontraría alrededor de 4.60 % al cierre del siguiente.

Dadas las perspectivas para la política monetaria, las tasas de interés a nivel global mostraron incrementos significativos a lo largo de las curvas de rendimiento y el dólar se apreció, alcanzando su nivel más alto en 20 años. Aunado a lo anterior, el anuncio reciente de un plan económico por parte de las autoridades del Reino Unido y sus posibles repercusiones sobre la deuda pública en ese país, han generado en los últimos días volatilidad en los mercados financieros internacionales. Se prevé que el ambiente de elevada incertidumbre continúe durante el resto del año.

En el ámbito interno, a principios del tercer trimestre el IGAE mostró una reactivación, luego de la debilidad registrada en mayo y junio. Dicha reactivación estuvo apoyada, principalmente, por el buen desempeño de las manufacturas y por el crecimiento de las actividades terciarias.

En cuanto a la demanda interna, en el segundo trimestre del año el indicador mensual de consumo privado mostró un crecimiento de 1.2 %, si bien se desaceleró en mayo y junio. Al respecto, los niveles relativamente elevados en los que han permanecido las remesas y la masa salarial en términos reales han continuado apoyando su desempeño. Con base en su indicador mensual, la inversión fija bruta creció 2.7 % en el segundo trimestre, manteniendo una gradual recuperación, aunque con una alta variabilidad en su comportamiento mensual. En su interior, el gasto en equipo de transporte ha mostrado un mejor desempeño y el resto de la inversión en maquinaria y equipo permanece en niveles relativamente elevados. En contraste, la inversión en construcción continúa mostrando atonía. En cuanto a la demanda externa, a principios del tercer trimestre el valor de las exportaciones manufactureras en términos desestacionalizados se mantuvo en niveles altos como reflejo, tanto de precios más elevados por estos bienes, como de mayores volúmenes exportados.

El mercado laboral ha seguido mostrando mejoría. A principios del tercer trimestre, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar continuaron acercándose a los niveles

previos a la pandemia, en tanto que las tasas de desocupación nacional y urbana se mantuvieron en niveles bajos, de 3.2 y 4.1 % en términos desestacionalizados, respectivamente.

Se espera que la recuperación gradual de la economía se mantenga, si bien con una desaceleración respecto a lo observado en el primer semestre del año y enfrentando un complejo entorno económico global que mantiene el balance de riesgos para el crecimiento económico del país sesgado a la baja.

El entorno para la inflación sigue siendo sumamente complicado. Los efectos acumulados de los choques de la pandemia de COVID-19 y los del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania se siguen reflejando en presiones sobre los precios de la mayoría de los rubros de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor, INPC. Esto ante los choques tan generalizados y profundos que han implicado esos dos eventos. Así, los costos de producción continúan afectados por los aumentos en los precios de diversos insumos, así como las disrupciones en las cadenas de producción y abastecimiento. Aunque comienza a percibirse cierta mejora en estos elementos, todavía no se resuelven, de tal forma que, como mencioné, prevalecen desbalances entre oferta y demanda en diversos mercados, lo que continúa presionando al alza los precios de múltiples bienes y servicios.

Ante estas presiones, la inflación general anual en nuestro país continuó aumentando, registrando en la primera quincena de septiembre de 2022 un nivel de 8.76 %. La inflación subyacente anual alcanzó 8.27 % en esa misma fecha, manteniendo la tendencia al alza que exhibe desde diciembre de 2020. En el interior de este componente, siguen destacando los elevados niveles que presenta la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias, la cual se situó en 13.27 % en la primera quincena de septiembre de 2022, casi el doble de lo registrado hace un año, 6.84 %. De esta manera, este componente, que ha tenido aumentos marcados durante este año, exhibió en agosto un incremento anual aún más notorio que en meses previos y siguió aumentando en la primera quincena de septiembre. Ello como reflejo de los aumentos en sus costos de producción, destacando los niveles elevados de las referencias internacionales de las materias primas alimenticias y considerando la alta correlación que estas presentan con dicho subíndice. Aunado a lo anterior, las variaciones anuales de los precios de las mercancías no alimenticias y de los servicios también continúan enfrentado presiones y han exhibido, en general, una trayectoria al alza en 2022, ubicándose en 7.94 y 5.43 %, respectivamente, en su lectura más reciente. Al respecto, enfatizaría cómo los precios de los servicios también están respondiendo a los choques mencionados, tales como las presiones en los costos de los insumos, además de cambios en la demanda que enfrentan ante la mayor movilidad de la población. Por su parte, la inflación no subyacente anual se mantiene en niveles elevados, registrando 10.22 % en la primera quincena de septiembre de 2022.

Los choques inflacionarios han sido de una magnitud mayor a la anticipada. Además, se espera que los efectos de dichos choques tomen más tiempo en desvanecerse. Ello ha hecho necesario revisar al alza la trayectoria de pronósticos de la inflación general y subyacente. De este modo, en este entorno tan complejo, se anticipa que la inflación se mantenga en niveles elevados en lo que resta del año y que comience a disminuir a principios de 2023, para converger a niveles cercanos al objetivo de inflación hacia el tercer trimestre de 2024.

El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico continúa con un considerable sesgo al alza. Destaca el riesgo de una mayor persistencia de la inflación subyacente, sobre todo considerando los elevados niveles que ha alcanzado. También la pandemia y el conflicto geopolítico podrían continuar presionando los precios de diversos bienes y servicios. Además, considerando la posibilidad de eventos de volatilidad en los mercados financieros, existe el riesgo de episodios de depreciación cambiaria. Adicionalmente, también podrían observarse mayores presiones por mayores costos asociados a las condiciones de contratación. Entre los riesgos a la baja se puede destacar que una desaceleración mayor a la anticipada de la actividad económica mundial pudiera implicar menores niveles de inflación globales que disminuyan las presiones sobre la inflación en nuestro país. Una resolución de los efectos de la pandemia y del conflicto bélico sobre las cadenas de producción y distribución también podría implicar menores presiones inflacionarias respecto a las anticipadas.

Considerando lo anterior, la política monetaria en México enfrenta un panorama inflacionario que se ha tornado sumamente complejo. Ello ha obligado al Banco Central a estar muy vigilante a lo largo de todo el episodio de la pandemia y la guerra en Ucrania y a tomar acciones oportunas y contundentes. El Banco de México ha venido incrementando su tasa de referencia desde junio del año pasado, incluyendo aumentos de 75 puntos base en cada una de las dos decisiones anteriores, reflejando el compromiso con el mandato prioritario. De no haber tomado estas acciones a lo largo de todo ese periodo, el panorama inflacionario en nuestro país sería todavía más complejo y con una perspectiva más desafiante. Los mercados financieros nacionales, incluido el cambiario, podrían haber tenido ajustes desordenados, generando presiones adicionales sobre los precios en nuestro país. Además, se podrían haber afectado las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, dificultando significativamente la tarea del Banco Central de propiciar la disminución de la inflación.

Si bien hemos actuado de manera oportuna y firme, ante el complicado entorno de presiones generalizadas, de gran magnitud y que pudieran ser más duraderas, hacia adelante es pertinente continuar incrementando la tasa de referencia y adoptar una postura restrictiva que contribuya a la reducción de la inflación a su meta en el horizonte de pronóstico. Para esta decisión en particular, considero que el Banco debe llevar la tasa de interés real *ex ante*, que actualmente se encuentra alrededor del límite superior del rango estimado de neutralidad, a una postura claramente restrictiva. Un incremento de 75 puntos base en esta decisión permitiría que ya se ubicara por encima de dicho límite. Además, un ajuste de esa magnitud reflejaría el compromiso del Banco Central con su mandato prioritario en un contexto de importantes presiones inflacionarias.

Este reforzamiento de la postura monetaria es necesario para que el Banco de México afronte los retos de procurar el anclaje de las expectativas de inflación, principalmente de las de mayor plazo, y de contribuir a un comportamiento ordenado de los mercados financieros nacionales.

Respecto de las expectativas de inflación de largo plazo, las extraídas de instrumentos de mercado pasaron de 3.14 % en mayo de este año a 3.21 % en agosto. Por su parte, las expectativas para la inflación general de largo plazo provenientes de la encuesta de Banco de México se han mantenido estables en 3.60 % desde mayo de 2022. Asimismo, las expectativas de mediano plazo provenientes de dicha encuesta han mostrado cierto aumento durante el año. En particular, pasaron de 3.68 % en diciembre de 2021 a 3.82 y 3.85 % en julio y agosto de 2022, respectivamente. Los ajustes en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos durante el año han sido moderados. Sin embargo, es indispensable actuar con determinación para evitar un proceso de desanclaje de las expectativas de mayor plazo que afecte de manera adversa la formación de precios en la economía. Dicho escenario, en caso de llegarse a materializar, dificultaría significativamente la convergencia de la inflación rumbo a su objetivo.

En cuanto a la evolución de los mercados financieros nacionales, estos han mostrado en general un comportamiento ordenado. Lo anterior a pesar de un entorno externo complejo en el que las perspectivas de un apretamiento monetario más acelerado, principalmente en Estados Unidos, han propiciado incrementos en las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos de ese país y un fortalecimiento generalizado del dólar. En este contexto, las tasas de interés en México han aumentado, mientras que el peso mexicano ha mostrado mayor resiliencia y una menor volatilidad que las divisas de la mayoría de las economías emergentes. Las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México han conducido a un diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos ajustado por volatilidad que es atractivo para los participantes en los mercados. Ello, junto con fundamentos macroeconómicos sólidos en México, ha contribuido al desempeño relativamente favorable de los mercados financieros nacionales, particularmente del cambiario. No obstante, ante la perspectiva de un mayor apretamiento de las condiciones financieras a nivel global, no pueden descartarse periodos de mayor aversión al riesgo y de volatilidad cambiaria. Un escenario de esa naturaleza podría dificultar la convergencia de la inflación a su meta. Por consiguiente, se requiere de una política monetaria prudente que evite posibles afectaciones sobre la inflación provenientes de una reacción desordenada de los mercados financieros.

Considero que el ciclo de alzas debe continuar luego de la presente decisión para seguir reforzando la postura monetaria y que en la comunicación del Banco debe manifestarse esta intención. Ello ante la complejidad del entorno inflacionario, de modo que se cuente con una postura monetaria congruente con la convergencia de la inflación hacia su meta. La magnitud de los incrementos subsecuentes deberá discutirse según la evolución de la inflación y de sus determinantes.

Finalmente, considero pertinente hacer una reflexión sobre los costos sociales asociados a una inflación elevada. Como es bien sabido, los episodios inflacionarios tienen un impacto regresivo, es decir, afectan en mayor medida a las familias de menores ingresos. Lo anterior debido a que dichas familias tienen un menor acceso al sistema financiero formal y, en consecuencia, disponen de menores alternativas para protegerse de aumentos generalizados de precios. Aunado a lo anterior, durante el periodo inflacionario actual los precios que han subido en mayor magnitud han sido los correspondientes a los alimentos. Por consiguiente, los efectos regresivos de la inflación se han magnificado durante este episodio, ya que las familias de menores ingresos tienden a asignar una mayor proporción de su gasto a la adquisición de productos alimenticios. Bajo estas circunstancias, es indispensable que el Banco Central actúe con firmeza para evitar que la inflación elevada se arraigue en la economía, lo cual tendría repercusiones adversas muy persistentes sobre la pobreza, la distribución del ingreso y, en general, sobre el bienestar de las familias mexicanas. De ahí la relevancia de que la Junta de Gobierno del Banco de México manifieste explícitamente su compromiso con la consecución de su mandato prioritario, tal y como lo refleja la contundencia de sus decisiones.

En función de los argumentos expresados, mi voto, en esta ocasión, es a favor de aumentar el objetivo de la tasa de interés interbancaria a un día en 75 puntos base para ubicarla en un nivel de 9.25 %.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 29 de septiembre de 2025

www.banxico.org.mx