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 15 de diciembre 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 15 DE DICIEMBRE DE 2022

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 14 de diciembre 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

Al cierre de este año la actividad mundial se sigue recuperando, aunque en algunas economías ha comenzado a mostrar cierta moderación. Por ello, las perspectivas económicas para el 2023 se revisaron a la baja de forma generalizada, especialmente en las economías avanzadas donde se prevé una desaceleración tanto en Estados Unidos como en la zona del euro y Reino Unido, debido tanto al apretamiento de las condiciones de financiamiento global como a los efectos derivados del conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania.

Indicadores oportunos sobre las manufacturas y los servicios, tanto para economías avanzadas como emergentes, se mantuvieron en zona de contracción en el mes de noviembre, registrando varios meses consecutivos en ese estado, al tiempo que las órdenes de exportación a nivel mundial han descendido de manera importante, sugiriendo una debilidad en el comercio mundial.

En Estados Unidos y China, las dos economías más grandes del mundo, se enfrentan diversos retos. Por un lado, en Estados Unidos la producción industrial se contrajo en octubre, los indicadores prospectivos de manufacturas muestran una mayor debilidad y el comportamiento de su sector inmobiliario se ha desacelerado de manera importante, si bien el mercado laboral aún exhibe señales de fortaleza.

En China se observan problemas en el sector inmobiliario a lo cual se sumó que el número de contagios de COVID-19 alcanzó niveles no vistos desde el inicio de la pandemia, lo que avivó algunas restricciones de movilidad, mismas que afectaron el comportamiento de distintos indicadores económicos en este periodo. Sin embargo, en días recientes algunas de estas restricciones se han relajado ante el aumento de tensiones sociales.

En este sentido, las probabilidades de que pueda ocurrir una recesión el próximo año se han incrementado.

A nivel global, la inflación registra niveles elevados notoriamente por encima del objetivo de los bancos centrales y particularmente las lecturas sobre la inflación subyacente muestran una persistencia inquietante.

No obstante, en varias economías se han observado disminuciones recientes de la inflación general y se espera que en varios países esta variable haya alcanzado su pico. Al respecto, indicadores relacionados a las presiones en las cadenas de suministro, tiempos de entrega, pedidos pendientes, precios de insumos y de transporte de carga siguen exhibiendo mejorías, mientras que en las materias primas se observó un descenso de los precios del petróleo, movimientos acotados en los metales industriales y una moderación del precio del trigo y maíz, todo lo cual ha contribuido, en el margen, a disminuir las presiones de los alimentos y energéticos.

Así, distintos bancos centrales han comunicado sus intenciones de moderar la magnitud de sus incrementos en las tasas de interés en los próximos meses, enfatizando que es posible que deban mantenerse las tasas en niveles elevados por un periodo prolongado, lo que ha ajustado la trayectoria implícita de las tasas de interés para los próximos dos años a la baja.

Por su parte, la Reserva Federal en su última decisión de política monetaria incrementó su tasa de interés en 50 puntos base, lo que significó un menor ritmo respecto de sus pasadas cuatro decisiones, si bien sus proyecciones aumentaron en el margen el nivel terminal de su tasa de referencia.

Durante este periodo, las condiciones de liquidez continuaron deteriorándose, no obstante, la perspectiva de una menor velocidad en los ajustes de política monetaria de varios bancos centrales apoyó alzas en el principal índice accionario y, a su vez, una depreciación del dólar con respecto a otras divisas.

La curva de rendimientos en Estados Unidos mostró señales de aplanamiento con caídas en los nodos de mediano y largo plazo, ante la percepción de un acercamiento a niveles terminales en las tasas de referencia y una desaceleración más pronunciada en 2023.

En México, la actividad económica continuó recuperándose, registrando cuatro trimestres consecutivos de expansión que han regresado a la economía a sus niveles previos a la pandemia, al tiempo que los últimos datos del IGAE para el mes de septiembre sugieren que el crecimiento continuará durante el último trimestre del año.

La actividad industrial revirtió en octubre las disminuciones observadas durante los dos meses previos, no obstante, desde una perspectiva de más mediano plazo, su dinámica ha estado estancada y en niveles inferiores a los observados previo a la pandemia, principalmente a causa de la débil trayectoria que se observa en la construcción, la minería, la electricidad, el agua y el gas.

Por su parte, las manufacturas se mantienen en niveles de actividad elevados, aunque recientemente mostraron una moderación en el equipo de transporte, lo que le ha restado inercia al sector en su conjunto.

Los servicios han mantenido una recuperación apoyada principalmente en las actividades de comercio, mientras que los sectores más afectados por el distanciamiento social, como son el alojamiento y preparación de alimentos o actividades de esparcimiento, han exhibido una recuperación más lenta.

Del lado de la demanda, el consumo nacional se ha seguido reactivando y mantiene una trayectoria al alza, hilando su tercer incremento mensual consecutivo, no obstante, indicadores adelantados sobre esta variable muestran algunas señales mixtas sobre su comportamiento futuro. Aunado a ello, tanto los ingresos comerciales al por menor como la masa salarial real lucen estancados, lo que brinda poca claridad sobre la dinámica del consumo en general.

La inversión fija bruta del país sigue exhibiendo atonía, afectada principalmente por el estancamiento en el rubro de la construcción y los niveles inferiores a los del cuarto trimestre de 2019 que se muestran en el rubro de equipo de transporte.

Con relación a la demanda externa, esta se encuentra apoyada por las exportaciones manufactureras automotrices y no automotrices, aunque estas últimas se han desacelerado en el margen.

El mercado laboral, por su parte, presenta una combinación entre una recuperación del empleo y tasas de participación estancadas, lo que ha generado bajas tasas de desocupación y subocupación, y condiciones de holgura más apretadas en este sector.

Encuentro preocupante que, tras la pandemia, se ha visto interrumpida la tendencia al alza en la participación de las mujeres dentro del mercado de trabajo, lo que ha contribuido a observar condiciones más apretadas dentro del mercado laboral y representa una de las grandes cicatrices de esta crisis.

En materia de salarios, se observan incrementos nominales en distintos sectores, si bien en términos reales, las variaciones son más moderadas y algunas mediciones incluso son negativas. El aumento anunciado del salario mínimo para 2023 representará un alza significativa de esta variable y, en el margen, puede incidir en nuestro pronóstico de inflación, especialmente porque la fracción vinculada a este dentro de la distribución salarial de asegurados en el IMSS prácticamente se ha duplicado en los últimos tres años.

No obstante lo anterior, destacaría que los aumentos del salario mínimo han ocurrido sin que ello contamine necesariamente la dinámica del resto. Debido a los niveles inflacionarios que se observan en la economía y las condiciones prevalecientes del mercado laboral, es importante que nos mantengamos vigilantes sobre la relación de esta variable y la formación de precios en nuestro país.

El peso mexicano continúa como una de las pocas divisas emergentes que presenta una apreciación frente al dólar estadounidense y en el periodo actual alcanzó un nivel mínimo no visto desde marzo de 2020, si bien en las últimas jornadas experimentó una alta volatilidad para finalizar con una depreciación de 1.95 %, las condiciones de operación en cuanto a profundidad y volumen siguieron mejorando mostrándose cercanos a los vistos antes de la pandemia.

El principal índice accionario terminó el periodo con una disminución marginal, mientras que la curva de rendimientos tuvo un desempeño positivo con disminuciones en los nodos de mediano y largo plazo.

Al interior de las fuentes de recursos financieros de la economía puede observarse que en los últimos meses ha habido una reconfiguración de la tenencia de activos de los hogares, los cuales están optando por instrumentos a plazo y han reducido sus tenencias de activos líquidos. En este sentido, el ajuste de las tasas ha sido efectivo en rebalancear la tenencia de estos activos en la economía.

Por su parte, el financiamiento interno ha continuado expandiéndose, el crédito a las empresas aún muestra una gradual recuperación y en el de los hogares el crédito a la vivienda por parte de la banca comercial ha seguido creciendo, además de que el crédito al consumo ha continuado en expansión.

Desde nuestra última reunión, la inflación general disminuyó a un nivel de 7.80 % para el mes de noviembre, apoyada principalmente por un descenso del componente no subyacente, el cual registró una variación anual del 5.73 %, mientras que el componente subyacente siguió incrementándose y alcanzó una tasa de 8.51 %, nivel no visto desde agosto del año 2000.

La variación anual de los precios de las mercancías alimenticias, así como de los servicios de alimentación aumentaron a 14.09 % y 5.35 %, respectivamente, lo que sigue siendo preocupante considerando que estos bienes afectan en mayor medida a la población más vulnerable.

Por otra parte, la segunda quincena de este mes se vio influenciada por los descuentos realizados en el Buen Fin, los cuales impulsaron reducciones significativas en los precios de muebles y aparatos domésticos, así como vehículos y accesorios.

En general, la lectura mensual de la inflación siguió siendo elevada y su descenso está explicado por las variaciones atípicamente bajas del componente no subyacente, cuya dinámica se debe al descenso de los precios energéticos, en particular del Gas LP, así como de algunas frutas y verduras.

Es importante notar que distintas medidas de tendencia central de la inflación siguen mostrando una trayectoria al alza, ello implica que sus reducciones son producto de un grupo particular de componentes y aún no son generalizadas, lo que significa un panorama desafiante.

No obstante, en el margen, las variaciones extremas de algunos componentes al alza, tanto de la general como de la subyacente han comenzado a moderarse. Y aunque las variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas del componente subyacente permanecen elevadas, estas han mostrado mayor estabilidad tanto en mercancías alimenticias como no alimenticias, lo que ha permitido reducir, en el margen, el número de genéricos que presenta variaciones anualizadas superiores al 10 %.

Aun cuando la subyacente ha seguido presionada, sus lecturas han estado por debajo de lo esperado por los analistas y han gravitado muy cerca del pronóstico del Banco de México.

Al respecto, las expectativas de inflación general extraídas de la encuesta que realiza el Banco de México mostraron disminuciones en sus lecturas de corto plazo, en especial la trayectoria esperada para los próximos 12 meses se redujo de manera importante desde nuestra última decisión, mientras que las expectativas de mediano plazo se mostraron estables, y dentro del intervalo de variabilidad, una vez que su lectura se aísla de la incidencia que tiene el promedio de las expectativas de corto plazo sobre el promedio de las expectativas a 4 años, por lo que no considero que existan señales de un posible desanclaje sobre dicha medición.

Por último, las expectativas de largo plazo prevalecen en niveles de 3.6 % y su distribución ha comenzado a centrarse más cerca de dicho valor, al tiempo que la compensación por inflación extraída de instrumentos de mercado exhibió niveles inferiores a los observados en nuestra última decisión.

Debido a ello, aunque el balance de riesgos para la inflación se mantiene sesgado al alza, considero que existen elementos que nos indican que este ha comenzado a distribuirse más cerca de nuestro pronóstico central.

En este contexto, mi voto es a favor de incrementar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base para ubicarla en un nivel de 10.50 %.

El ciclo monetario a nivel internacional ha comenzado a moderarse. Si bien se espera que las economías avanzadas aún sigan realizando ajustes, también se anticipa que estos ocurran a un menor ritmo, al tiempo que en las economías donde las tasas se incrementaron con antelación, como es el caso de algunas emergentes, se espera que el ciclo concluya próximamente.

México es una economía con una alta integración financiera y comercial con el resto del mundo y con un régimen de tipo de cambio flexible, por lo que sostener una postura monetaria relativa fija podría dar lugar a mantener la formación de precios dependiente de factores externos, por lo que en mi opinión, es importante enfatizar que nuestras decisiones son consistentes con alcanzar una posición absoluta que nos permita garantizar la convergencia de la inflación hacia su meta, con independencia de la posición relativa que esto implique.

Al respecto, observo que las últimas lecturas de la inflación han comenzado a mostrar menores presiones, si bien esta permanece aún en niveles elevados y sigue siendo preocupante la persistencia al alza del componente subyacente que representa un reto importante para la política monetaria.

Además, las cifras de la inflación han sido menores a lo esperado por los especialistas y sus expectativas han comenzado a descender. Es importante que hacia delante sigamos observando mejores lecturas.

Por su parte, nuestros pronósticos han enfrentado cambios muy marginales desde nuestra última decisión e indican que la trayectoria de la inflación seguirá disminuyendo en los próximos trimestres.

Como consecuencia, considero que hay elementos que nos sugieren que, aunque el balance de riesgos para la inflación sigue sesgado al alza, este ha comenzado a distribuirse más cerca de nuestra proyección central y que dichos elementos deben ser tomados en cuenta en nuestra función reacción, dados los rezagos con los que opera la política monetaria, por ello, en mi opinión, el ritmo de ajustes sobre la tasa de interés debe ser de menor magnitud.

Asimismo, es relevante observar que, si consideramos toda la distribución de las expectativas de inflación a doce meses, la correspondiente distribución de la tasa real *ex ante* de la economía está en su totalidad en terreno restrictivo, esto implica que aun tomando en cuenta los valores extremos de las expectativas, nuestra posición ha consolidado un nivel lo suficientemente elevado como para considerarse restrictivo incluso en los escenarios más pesimistas.

Con el aumento de 50 puntos base, continuamos incrementando la tasa de referencia pese a que esta se encuentra por encima de los niveles de la inflación observada y esperada, lo cual manda una señal inequívoca del compromiso con garantizar la convergencia conforme a nuestro pronóstico.

Hacia delante es factible que la tasa de interés real *ex ante* se siga incrementando y que paralelamente podamos observar una mayor restricción proveniente del tipo de cambio real, por lo que las condiciones monetarias en su conjunto seguirán operando de manera restrictiva durante un tiempo.

Así, en nuestras próximas decisiones veo prudente calibrar cuidadosamente los ajustes en la tasa de interés tomando en cuenta la postura que ya hemos alcanzado así como sus mecanismos y tiempos de transmisión hacia el resto de la economía, todo ello en cumplimiento de nuestro mandato constitucional.

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La economía mundial continúa sujeta al efecto de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico. Ante el fenómeno inflacionario de 2022 los bancos centrales han incrementado sus tasas de interés durante el año, muchos de ellos alcanzando niveles restrictivos. Por su parte, el espacio fiscal de los gobiernos se ha limitado como consecuencia de los estímulos otorgados previamente y del consecuente endeudamiento. Ante tales desarrollos, la posibilidad de un significativo debilitamiento económico global está latente.

En muchos países, los indicadores oportunos de actividad están en zona de contracción, lo que contrasta marcadamente con los niveles favorables de hace un año. Los pronósticos de crecimiento para 2023 volvieron a revisarse a la baja y para las economías avanzadas se pronostica un crecimiento nulo.

No obstante, el crecimiento mundial ha continuado durante 2022, si bien con una moderación respecto del año previo. En Estados Unidos, la producción industrial ha mostrado atonía en los últimos meses. Por su parte, los mercados laborales en los países avanzados continuaron con un comportamiento favorable. El empleo en Estados Unidos ha tenido variaciones mensuales positivas que han resultado mayores a las anticipadas, si bien se aprecia una desaceleración con respecto al año pasado. Las plazas vacantes han mostrado una tendencia a la baja sin que ello se haya traducido en una mayor tasa de desempleo. En China, varios indicadores muestran debilidad en medio del repunte de casos por la ola de COVID-19 más reciente, mientras que Europa se mantiene afectada por la crisis energética. Así, prevalece incertidumbre en torno a si las condiciones imperantes conducirán a una recesión global y cuándo podría comenzar a manifestarse un debilitamiento mayor. En cuanto a los riesgos, prevalecen los asociados a la pandemia, los conflictos

geopolíticos, el desempeño económico de China y un ajuste desordenado en los mercados financieros que impacte de manera significativa en la liquidez y el crédito.

En varios países avanzados la inflación ha comenzado a disminuir ante un mejor comportamiento del componente de energéticos. En Estados Unidos, la disminución es más generalizada y es visible también en los alimentos y los bienes. En la Zona Euro la disminución ha sido marginal y concentrada en energéticos, mientras que en el Reino Unido la inflación continuó aumentando. Por su parte, la inflación subyacente ha continuado presionada en varios países debido a la aceleración del componente de servicios. En algunas economías emergentes la inflación general también ha comenzado a disminuir. México se distingue por tener una inflación relativamente más baja, especialmente en los componentes de energía y servicios y, de manera menos marcada, en los de alimentos y bienes.

La disminución reciente de la inflación en varios países está en línea con un mejor comportamiento de los factores que dieron origen al fenómeno global. Tal es el caso de las presiones en las cadenas de suministro y los precios de las materias primas. Los pedidos pendientes, los tiempos de entrega, los precios del transporte de carga y los de los insumos muestran una cierta mejoría. Algunos de estos indicadores ya han regresado a niveles prepandemia. Por su parte, los precios del petróleo, los granos y los metales industriales, son menores en la actualidad que en los meses posteriores al inicio del estallido de la guerra en Ucrania. Todo ello ha desembocado en una disminución significativa de la inflación de precios al productor en diversos países tanto avanzados como emergentes, lo que ya comienza a impactar favorablemente en la inflación general y se espera que lo haga, eventualmente, en la subyacente.

En este contexto, la Reserva Federal redujo el ritmo de incrementos en su tasa de interés en su más reciente decisión de política monetaria. No obstante, permanece incertidumbre sobre cuál será la tasa terminal del actual ciclo y por cuánto tiempo necesitará permanecer en niveles elevados. Asimismo, se anticipa que el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra también moderen el ritmo de ajustes próximamente. Por su parte, en China y Japón se espera que las condiciones monetarias permanezcan acomodaticias.

En cuanto a la política monetaria de economías emergentes, la mayoría ha alcanzado la tasa terminal del actual ciclo y, en algunos casos, se espera que comiencen a relajar sus posturas tan pronto como en el primer trimestre de 2023.

Ante la expectativa de moderación en el ciclo restrictivo de la Fed, las tasas de interés de los bonos en las economías avanzadas registraron disminuciones durante el periodo, a lo que también contribuyó la posibilidad del inicio de recortes en la tasa de interés en 2023. El dólar, por su parte, se depreció frente a la mayoría de las monedas. Los mercados accionarios tuvieron aumentos, en parte impulsados por sorpresas positivas en ventas y utilidades. Por otro lado, los mercados financieros de economías emergentes también experimentaron disminuciones en las tasas de interés de los bonos y las primas de riesgo soberano, mientras que las bolsas subieron y las divisas se apreciaron frente al dólar.

Con el incremento de las tasas de interés que se ha dado en el año, los mercados financieros enfrentan mayores riesgos. La combinación de altas tasas y elevados niveles de endeudamiento tanto en el sector público como el privado conduce naturalmente a un mayor costo financiero, lo que podría propiciar un incremento del riesgo de impago y un ambiente generalizado de aversión al riesgo. Las altas tasas de interés podrían incidir sobre algunas vulnerabilidades del sistema financiero global y producir un ajuste desordenado de los mercados con un deterioro súbito de la liquidez y el crédito, con su consecuente impacto sobre la actividad real. Para las economías emergentes los riesgos son aún mayores, pues un deterioro de las condiciones financieras globales podría afectar los fundamentos macroeconómicos de los países, en particular, sus cuentas externas y el valor de sus monedas, agravando el panorama inflacionario que enfrentan.

Durante el tercer trimestre del año, el PIB de México registró un crecimiento sólido, continuando con el desempeño favorable observado en el primer semestre. Como resultado, la actividad económica en México alcanzó finalmente su nivel prepandemia. Esta tendencia al alza se ha observado hasta el mes de septiembre debido al buen desempeño de los sectores primario y terciario. Por su parte, la producción industrial ha tenido una trayectoria relativamente plana desde julio. A su interior, destaca el débil desempeño presentado por las manufacturas, el cual contrasta con su dinamismo previo, así como la atonía en la construcción que prevalece desde inicios de 2021. Por otra parte, los servicios han mantenido un desempeño relativamente favorable.

En lo que respecta a la demanda agregada, en octubre las exportaciones manufactureras mostraron volatilidad pero mantuvieron una tendencia positiva, mientras que se observó cierta atonía de las importaciones. En septiembre, el consumo mantuvo un desempeño favorable explicado por el crecimiento en los rubros de servicios nacionales y bienes no duraderos, en contraste con la reducción en los de bienes duraderos y semiduraderos. La inversión se debilitó, registrando una disminución en septiembre explicada por la atonía de la construcción y por una reducción en el margen en el componente de maquinaria y equipo, el cual continuó en niveles elevados.

Por otro lado, el mercado laboral continúa presentando un buen desempeño, ya que las tasas de participación y desocupación regresaron a niveles similares a los que se tenían antes de la pandemia. En este sentido, durante noviembre los empleos formales registrados en el IMSS mantuvieron una trayectoria positiva. No obstante, el ingreso promedio y la masa salarial real registraron disminuciones en el margen.

Si bien la actividad económica ha presentado una tendencia al alza durante todo el año y la economía ha recuperado su nivel prepandemia, aún existe un importante grado de holgura ya que durante el tercer trimestre del año el PIB se mantuvo considerablemente por debajo de su trayectoria tendencial de largo plazo.

La inflación en México continuó disminuyendo al registrar una tasa anual de 7.80 % en noviembre. La tasa de inflación mensual se ubicó por debajo del promedio histórico por primera vez desde diciembre del año pasado, de forma que las presiones en el margen parecen haber comenzado a ceder. Con este dato, las presiones inflacionarias hilaron cinco meses consecutivos a la baja.

La inflación subyacente se mantiene en niveles elevados, registrando una tasa anual de 8.51 % en el mes de noviembre. A su interior, el componente de mercancías sigue siendo el más afectado con una tasa anual de 11.28 %, destacando las mercancías alimenticias que presentaron una inflación de 14.09 %. No obstante, las presiones en el margen del componente subyacente respecto a su promedio histórico disminuyeron en el mes de noviembre debido a mejoras sustanciales en las mercancías alimenticias y no alimenticias.

En cuanto a la inflación no subyacente, este componente ha continuado mostrando un desempeño favorable al registrar una tasa anual de 5.73 % en noviembre, hilando 3 meses consecutivos con reducciones. De manera similar, las presiones en el margen disminuyeron por quinto mes consecutivo. En consecuencia, la tasa mensual de este rubro se mantiene sustancialmente por debajo de su promedio histórico ante un buen comportamiento en los precios tanto de agropecuarios como de energéticos.

Las expectativas de inflación para los próximos 12 meses por parte de los analistas del sector privado tuvieron una reducción en línea con la disminución reciente en la inflación observada, mientras que las de mediano y largo plazo se mantuvieron en 4.0 y 3.6 %, respectivamente. Por otra parte, las expectativas de inflación de largo plazo extraídas de instrumentos de mercado se situaron en 3.27 %, permaneciendo relativamente constantes.

En el contexto global antes descrito, el peso mexicano tuvo una importante apreciación al inicio del periodo, aunque en las sesiones más recientes presentó algo de volatilidad. Las tasas de interés disminuyeron de manera importante, especialmente las de los plazos más largos y la prima de riesgo soberano se redujo nuevamente.

El buen desempeño de los mercados financieros nacionales está asociado a la preservación de los sólidos fundamentos macroeconómicos de México, incluyendo finanzas públicas sanas y cuentas externas en niveles razonables. En comparación con otras economías emergentes, los bonos de México son atractivos en varias dimensiones, incluyendo: altos rendimientos, mejor accesibilidad e infraestructura de mercado, y bajo riesgo de incumplimiento. Lo anterior se ha venido reflejando en una reducción paulatina del diferencial de los bonos mexicanos de largo plazo con respecto a los del Tesoro, lo que incorpora la expectativa de que el Banco de México eventualmente reduzca el diferencial con la Reserva Federal.

A pesar de ello, el entorno macroeconómico y financiero enfrenta riesgos dado el alto nivel alcanzado por las tasas de interés locales y externas. Es por ello necesario mantenernos vigilantes frente a posibles vulnerabilidades en ciertos sectores y segmentos del sistema financiero mexicano.

El crédito de la banca comercial destinado a actividades productivas continúa en niveles decepcionantes y, si bien se ha registrado cierta mejoría de las variaciones mensuales, este no ha sido suficiente para recuperar el nivel que prevalecía previo a la pandemia, mucho menos el nivel consistente con su trayectoria tendencial de largo plazo. Algo similar ocurre con el crédito destinado al consumo.

En este contexto, mi voto es a favor de aumentar en 25 puntos base la tasa de interés de referencia a un nivel de 10.25 %, lo que en mi opinión debería ser la tasa terminal de este ciclo alcista. Considero que este movimiento es adecuado, ya que apoya al objetivo de evitar efectos de segundo orden y un desanclaje de las expectativas. No obstante, dado el nivel alcanzado por la tasa de interés de referencia, es necesario tomar en cuenta los riesgos asociados con un apretamiento excesivo y disminuir significativamente el ritmo de incrementos.

En reuniones previas he advertido sobre los límites naturales de la política monetaria restrictiva como herramienta para el control de la inflación. Si bien en el actual contexto es necesaria una política de esta índole, alcanzar un nivel excesivamente restrictivo agravaría los riesgos asociados con el desempeño de la actividad económica y con la estabilidad del sistema financiero. En el caso de las economías emergentes, incluyendo México, la materialización de estos riesgos podría terminar repercutiendo en el proceso de formación de precios a través de un tipo de cambio depreciado, de un deterioro de los fundamentos macroeconómicos y de la capacidad productiva.

El actual nivel de la tasa de interés real *ex ante* se encuentra ya en la zona claramente restrictiva. Además, debemos tomar en cuenta que, dado el rezago con el que opera la política monetaria, es previsible que conforme las expectativas de inflación comiencen a disminuir, el nivel restrictivo de la política monetaria continuará aumentando de forma automática en tanto mantengamos constante la tasa de interés de referencia y no iniciemos una etapa de relajamiento monetario.

El nivel restrictivo ya alcanzado, en combinación con las señales de mitigación de las presiones inflacionarias a nivel global y local, sugiere que aumentar mucho más la tasa de interés es innecesario. En efecto, a nivel global, hemos tenido una etapa de menores presiones inflacionarias en relación con las que se vivieron en trimestres previos. A nivel local, la dinámica del proceso inflacionario ha comenzado a mostrar señales de mitigación. Dentro de estas podemos mencionar a menores presiones en el margen, disminución de la inflación general y disminución de la inflación de los precios al productor. No está de más recordar que este último índice incide, con un rezago, en el desempeño de la inflación subyacente.

Finalmente, es importante tener una perspectiva internacional sobre los ajustes de política monetaria que venimos realizando. A la fecha, la gran mayoría de las economías emergentes han finalizado el ciclo de alzas o están por finalizarlo con incrementos marginales. No obstante, México es de las pocas economías que todavía contemplan continuar con incrementos en los próximos meses. En otros países, esta política tiene una buena justificación: la inflación continúa al alza y ha sido afectada por un crecimiento acelerado del PIB. Sin embargo, en México se prevén incrementos de tasas a pesar de que la inflación ha permanecido contenida en comparación con la de otros países, la inflación ya comenzó a disminuir y las presiones domésticas sobre los precios son mínimas, pues no ha habido un crecimiento acelerado y apenas se ha recuperado el nivel de actividad previo a la pandemia. Desde una perspectiva internacional, así como de administración de riesgos domésticos, considero que no es necesario aumentar mucho más la tasa de interés y, hacia delante, debemos actuar con cautela dependiendo de la evolución del estado de la economía.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

En noviembre, de nuevo vimos que la inflación general disminuyó mientras que la subyacente aumentó, aunque ambos indicadores estuvieron por debajo de las expectativas para el mes. Es muy probable que ahora sí ya estamos observando un pico en la inflación al observar que varios indicadores globales de precios ya muestran tendencias a la baja, mientras que el balance de riesgos esta ligeramente menos sesgado al alza. Ante esto y el nivel de restricción monetaria ya alcanzado, es el momento para empezar a reducir el ritmo de incrementos al acercarnos a lo que podría ser eventualmente una tasa terminal en este ciclo alcista. Por ello, mi voto es por incrementar el objetivo de la tasa de fondeo interbancario en 50 puntos base para situarlo en 10.50 %. No obstante, el panorama inflacionario no deja de mostrar señales mixtas de alivio y deterioro que deben ser incorporadas cuidosamente en el ciclo monetario. Por lo que este menor ritmo de incrementos no debe interpretarse como un relajamiento, sino como la adopción de ajustes menos extremos, pero aún firmes, ante un panorama que mantiene retos significativos.

El balance de riesgos de la trayectoria prevista para la inflación muestra una ligera mejoría pese a que continúa sesgado al alza. La inflación general se reduce por segundo mes consecutivo dada la caída del componente más volátil, el no subyacente, con una variación de 0.94 % en noviembre, la sexta más baja desde 1982 cuando comenzó el cálculo de este indicador. La desaceleración de los precios agropecuarios en combinación al comportamiento favorable de los precios energéticos respondió a la corrección de sus referencias internacionales. Sin embargo, el componente subyacente, el cual es susceptible a las acciones de política monetaria, se mantiene persistentemente al alza desde hace 24 meses. Las mercancías alimenticias continúan siendo la principal presión a los precios, con inflación mensual máxima para un noviembre desde 2008. Por su parte, las mercancías no alimenticias parecieran contener su crecimiento, aunque hay que ser cautos en esta lectura dado el efecto estacional del Buen Fin. Pese a esto, al eliminar el efecto estacional, la tasa anualizada de este componente aún crece por encima de 6 %, aunque se vislumbran señales de mejoría ante un número menor de precios de mercancías que crecen a una tasa mensual anualizada por encima del 10 %.

Las presiones tanto externas como por el lado de la oferta comienzan a ceder. Una condición necesaria para reducir la ola inflacionaria, es el cese de las presiones globales. En este sentido, los índices de precios internacionales de alimentos, los precios de algunas materias primas, los costos de los fletes marítimos y el índice de presiones a las cadenas de suministro continúan dando señales de mejora. También, la inflación en Estados Unidos, al igual que en otros países, parece estar pasando su pico y comienza a tener una tendencia a la baja, especialmente en los precios energéticos y de alimentos. En el frente interno, también hay señales de alivio por el lado de la oferta. En los últimos siete meses los precios productor han descendido, acompañados por cinco reducciones en los precios de bienes intermedios del sector industrial. Sin embargo, los descensos de los precios de energéticos no se verán totalmente reflejados en nuestro país como en otras latitudes debido al funcionamiento del incentivo fiscal del precio de la gasolina.

En contraste, hay algunas presiones internas que pudieran complicar la convergencia de la inflación a la meta. Por ejemplo, el incremento de 20 % al salario mínimo para 2023, así como los cambios legislativos en el número de días de vacaciones presentan nuevos retos. De hecho, estimaciones estadísticas ubican a la dinámica salarial como el factor de oferta más perjudicial sobre la inflación durante 2022. A esto se suman las presiones potenciales provenientes del brote de gripe aviar y los efectos de otros factores climatológicos. De igual manera, las mayores perspectivas de crecimiento, nos advierten sobre posibles presiones por el lado de la demanda. En efecto, la inflación subyacente fundamental mantiene su tendencia de incremento, lo cual pudiera reflejar presiones por la reducción de las condiciones de holgura, así como los problemas de medición en el PIB potencial. Igualmente, se observan alzas de precios no comerciales como los servicios de alimentación y turísticos, los cuales pudieran estar afectados por el incremento de bienes comerciales. Por ello, las condiciones cíclicas en lugar de justificar un menor apretamiento monetario podrían ser un elemento de cautela. Pese a esto, un elemento favorable es la ausencia de presiones de demanda derivadas por una política fiscal expansiva, lo cual favorecerá a que el proceso inflacionario converja de manera más rápida que en otros países.

El deterioro de las expectativas inflacionarias pareciera aminorarse, aunque la elevada inflación esperada aún requiere incrementos de la tasa objetivo. En los últimos tres meses las inflaciones subyacentes y generales se han situado por debajo de las expectativas de los analistas. Al tiempo que la expectativa de inflación a 12 meses se reduce y el deterioro de las expectativas de mayor plazo parece se ha aminorado, aunque podrían estacionarse en la parte superior del rango objetivo. Estas señales demandan un ritmo menos agresivo para incrementar la postura monetaria absoluta restrictiva que ya hemos alcanzado. Sin embargo, debemos vigilar que se aminore la dispersión de las expectativas y que los sesgos hacia niveles más altos se corrijan para descartar el riesgo de desanclaje. Tenemos por delante un proceso de convergencia cuya trayectoria anticipada de la inflación, al menos en el corto plazo, se ha mantenido estable pese algunas revisiones al alza a partir de la segunda mitad del año que viene. Por ello, aún se requieren incrementos de la tasa, pero no a un ritmo tan extremo como lo hemos venido haciendo.

El diferencial de tasas objetivo de 600 puntos respecto a la Reserva Federal se ha mantenido dada la sincronización de nuestros ciclos inflacionarios y no por un acoplamiento mecánico con la Reserva Federal. El diferencial de tasas, o la postura monetaria relativa, ha sido un piso que ha determinado los grados de libertad en nuestras decisiones sin ser un objetivo por sí mismo. En las últimas alzas en nuestros objetivos respectivos el deterioro del panorama inflacionario ha sido equiparable. Al igual que en nuestro caso, el reciente aumento del objetivo de los Fondos Federales en 50 puntos base responde a menores presiones inflacionarias por lo que la respuesta de política nuevamente es la misma. Esta sincronización monetaria se mantendrá mientras nuestras respectivas trayectorias de inflación sigan aparejadas y no se tenga certeza sobre la tasa terminal en ambos casos. Eventualmente, la divergencia en los ciclos de incrementos de precios en ambos países podría permitir que este diferencial pudiera reducirse marginalmente. Esto debido a que se tienen equilibrios sólidos en nuestras cuentas fiscales y externas lo cual junto con el ingreso histórico de remesas han apuntalado a nuestra divisa.

Debemos aproximar gradualmente niveles alrededor de 6 % como un buen objetivo para la tasa real *ex ante*. Esta gradualidad dependerá de cinco factores: el primero son los cuatro incrementos previos de 75 puntos base sin precedentes que nos han llevado a una postura restrictiva consistente con el fenómeno inflacionario que enfrentamos. El segundo es que haya una inflación subyacente claramente descendente, lo cual aún no se confirma. El tercero es un menor deterioro de las expectativas inflacionarias y su consecuente estabilización. El cuarto es consolidar la trayectoria esperada para la inflación y que esta ya no requiera revisiones significativas por choques no anticipados. Las proyecciones de inflación han fallado de manera consistente y solo una corrección de esta situación reforzará nuestra credibilidad. El quinto son los grados de libertad que nos darán las condiciones monetarias globales. La ponderación de estos factores fundamentada en la evolución de los datos debería ser lo que defina nuestra función de reacción.

El ciclo alcista continua a un nuevo ritmo que no implica un relajamiento sino la implementación de un ajuste menos extremo en nuestra postura monetaria. De hecho, en otras ocasiones, los incrementos de 50 puntos base han sido considerados como fuertes y contundentes**.** En nuestra guía prospectiva hay que señalar que la tasa terminal que alcancemos perdurará por un tiempo, pero su horizonte es aún incierto, por lo que tenemos que ser cautelosos en su determinación. No debemos anticipar una relajación prematura en los próximos meses, ni podemos prever que esta restricción perdurará durante todo el horizonte en el que opera la política monetaria. Esto evidentemente dependerá de la materialización de un mejoramiento sustancial de los factores mencionados. El comunicar firmeza en nuestra guía fortalecerá nuestra credibilidad y apego con nuestro mandato prioritario.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última decisión de política monetaria, las perspectivas de crecimiento mundial para 2022 mejoraron en el margen, mientras que las del año entrante se revisaron nuevamente a la baja.

El deterioro económico se deriva de condiciones financieras más astringentes, posibles rebrotes de contagios por COVID-19 en diversas regiones del mundo, en adición a las repercusiones de las tensiones geopolíticas que continuarán ejerciendo presiones sobre el comercio mundial y añadiendo volatilidad en los precios de las materias, los cuales más que compensarían al restablecimiento de las cadenas de suministros globales.

Hacia delante, prevalece un balance de riesgos para la actividad global sesgado a la baja, que podría agravarse sobre todo para las economías de importancia sistémica, como Estados Unidos, la zona del euro, el Reino Unido y China.

De esta forma, la probabilidad de una recesión global en los próximos doce meses permanece elevada, si bien el mercado y los analistas prevén que sea poco profunda y de corta duración. En cualquier caso, la confianza de los agentes económicos continúa deteriorada y se han activado las alertas sobre los riesgos de inestabilidad financiera global.

Por su parte, las condiciones de los mercados laborales se mantienen apretadas y, a pesar de las constantes revisiones salariales y el exceso de demanda laboral, el ingreso real sigue erosionándose ante la elevada inflación.

Si bien se ha observado moderación en la inflación global, especialmente en las mercancías alimenticias y energéticos, esta sigue ubicándose significativamente por encima de las metas. A su interior, el componente subyacente ha mostrado resistencia a disminuir e incluso en algunas economías emergentes sigue en franca tendencia ascendente, por incrementos en los servicios.

En este contexto, prevalece la expectativa de que la inflación en las economías avanzadas podría haber alcanzado su nivel máximo, anticipándose una moderación en el ritmo de incrementos de tasas en los meses por venir.

Pese a ello, la mayoría de los bancos centrales han reiterado que se mantendrán en terreno restrictivo por un periodo prolongado, para afianzar la convergencia de la inflación a la meta, que probablemente se postergue hasta 2024. No obstante, dicho escenario continúa sujeto a elevada incertidumbre.

En Estados Unidos, la Reserva Federal incrementó su tasa de fondos federales en 50 puntos base en diciembre, para dejarla en un rango de 4.25 a 4.5 %, y continúa señalando que futuros incrementos serían apropiados para lograr una postura monetaria suficientemente restrictiva e inducir la inflación hacia la meta de 2 %. En consonancia con la dinámica global, el deflactor del gasto en consumo personal de noviembre se ubicó en 7.1 %, su menor incremento desde diciembre de 2021, mientras que el componente subyacente también moderó su ritmo, aunque manteniéndose en un nivel elevado del 6 %. Asimismo, se prevén

incrementos adicionales de 110 puntos base hacia mayo de 2023, por lo que la tasa terminal del ciclo restrictivo podría ubicarse entre 5.0 a 5.25 %. Por su parte, hay divergencias de opinión sobre el inicio de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal. Algunos analistas esperan que sea tan pronto como en septiembre de 2023, mientras que otros sugieren al inicio del 2024.

También es previsible que el Banco Central Europeo incremente su tasa de referencia en 50 puntos base en su decisión de diciembre, para cerrar en 2022 en un nivel de 2.5 %. Asimismo, se anticipan incrementos adicionales en el primer trimestre de 2023, por lo que la tasa terminal podría ubicarse alrededor del 3 %.

En el conjunto de economías emergentes, también se observó una tendencia a la baja en la inflación, si bien la lectura del componente subyacente continúa reflejando un comportamiento desfavorable. No obstante, las posturas de política monetaria de este conjunto han mostrado más heterogeneidad. Mientras que ciertas autoridades monetarias han señalado que podrían mantenerse en pausa e incluso algunos han anunciado haber alcanzado la tasa terminal, otros continuarían con una retórica restrictiva en los próximos meses. En cualquier caso, la mayoría de estas economías presentan tasas elevadas y considerablemente por encima del rango de neutralidad.

En tanto, se registró un deterioro en las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales mientras que las tasas de interés mostraron disminuciones generalizadas, dada la expectativa de moderación en la restricción monetaria por los bancos centrales de importancia sistémica, así como de una posible recesión en 2023.

Lo anterior ha causado un aplanamiento significativo de las curvas de rendimiento, contribuyendo de esta forma a la elevada volatilidad en los mercados de renta fija. En contraste, el mercado accionario reportó ganancias y se observó un aumento en el apetito por riesgo. Todo lo anterior ha contribuido a la depreciación del dólar, aunque no se puede descartar su fortaleza por un deterioro en las condiciones financieras internacionales o por inestabilidad financiera. La mayoría de las materias primas, excepto los metales, presentó un desempeño negativo por perspectivas desfavorables de crecimiento.

En línea con la tendencia global, en los mercados financieros emergentes se siguen acumulando flujos de salida a niveles históricos en activos de renta fija y entradas en los de renta variable.

En cuanto a la economía mexicana, con datos al tercer trimestre de 2022, esta continúa en recuperación, alcanzando niveles observados en el último trimestre de 2019. En lo que resta del año, se espera que continúe creciendo, aunque a un menor ritmo por la elevada incertidumbre económica global y el complicado panorama inflacionario.

Las cifras ajustadas por estacionalidad muestran que el avance trimestral fue de 0.9 %, equivalente a 4.3 % anual real y una variación acumulada de 2.8 % en lo que va del año.

El desempeño de las actividades terciarias se ha destacado en los últimos meses, y las primarias se mantienen en niveles elevados. Por su parte, a octubre la actividad industrial mostró un avance moderado, impulsado principalmente por la expansión anual de 5.7 % en manufacturas, mientras la construcción se mantiene a la baja. De igual forma, las condiciones de holgura de la economía continuaron reduciéndose.

El sector de exportaciones manufactureras automotrices y no automotrices continúa impulsando el dinamismo de la demanda agregada y el flujo de divisas a nuestro país, si bien los envíos hacia Estados Unidos se desaceleraron en el margen.

En septiembre, el consumo privado mostró una expansión de 0.4 % respecto al mes previo, destacando el rubro de bienes importados con un crecimiento desestacionalizado de 18.7 %, mientras que el relacionado con servicios aumentó 6.3 % en términos anuales.

El indicador de confianza del consumidor repuntó ligeramente en noviembre, aunque todavía debajo del nivel prepandémico. Por su parte, las remesas continúan elevadas, acumulándose 30 meses consecutivos de incrementos, siendo importante impulsor del consumo.

Por otro lado, la inversión fija bruta retrocedió en septiembre 0.9 % a tasa mensual, destacando la contracción de 5.8 % en maquinaria y equipo nacional, mientras que la construcción residencial y no residencial continúan estancadas.

El mercado laboral continúa mostrando fortaleza y las tasas de desocupación nacional y urbana disminuyeron a niveles de 3.2 y 4.2 %, respectivamente. Pese a una moderación en los últimos meses, las variaciones anuales de salarios y las revisiones contractuales continúan elevadas y no muestran compatibilidad con cambios en la productividad.

Esta situación podría generar presiones inflacionarias adicionales en la economía, transfiriendo los costos de las empresas hacia los consumidores. Adicionalmente, los incrementos al salario mínimo, de 20 % para 2023, parecieran estar influyendo en las negociaciones salariales de otros sectores del mercado laboral, presionando aún más la inflación. Lo anterior también podría debilitar el empleo, sobre todo bajo un escenario de menor actividad económica hacia delante.

El financiamiento interno a empresas continuó expandiéndose en octubre, en particular el bancario. El crédito a los hogares se expandió en términos reales anuales, principalmente el de consumo, con un crecimiento del 5.7 %, y el índice de morosidad agregado de la banca se mantiene en niveles relativamente bajos.

Durante este periodo, el peso mexicano registró una depreciación de 1.15 %, no obstante, predominó un sentimiento más positivo ante la expectativa menos restrictiva de la política monetaria de la Reserva Federal. Así, en lo que va del año el peso acumula una apreciación de alrededor del 5.0 %; el mercado accionario presentó una disminución de 0.19 %, derivado de contracciones en los sectores financieros y de telecomunicaciones; las condiciones en el mercado de deuda gubernamental mostraron un desempeño positivo, con incrementos de entre -49 y 27 puntos base en el corto plazo, mientras que los nodos de mayor duración presentaron disminuciones de hasta 95 puntos base, y la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real presentó incrementos de 162 puntos base en el nodo de un año y disminuciones de hasta 55 puntos base en el resto de la curva.

Para esta decisión, las presiones inflacionarias observadas desde principios de 2021, que llevaron a la inflación durante 2022 a niveles récord en más de dos décadas, continúan más generalizadas y persistentes de lo previsto.

A pesar del ajuste monetario acumulado de 600 puntos base desde junio de 2021, las lecturas de las inflaciones general y subyacente se mantienen muy por encima de la meta del 3 %, indicando que se requerirá mantener la restricción monetaria por un periodo más prolongado, para evitar el desanclaje de las expectativas y garantizar la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de planeación.

En noviembre, la inflación general anual disminuyó por segundo mes consecutivo, de 8.53 a 7.80 %. Dicha disminución es bienvenida, si bien explicada por una caída del componente no subyacente, primordialmente de los bienes agropecuarios y energéticos.

En contraste, la preocupación se mantiene en la inflación subyacente, que refleja las presiones inflacionarias internas. En noviembre, esta acumuló 24 meses consecutivos de incrementos y alcanzó un nuevo máximo histórico, de 8.51 %. A su interior, las mercancías alimenticias registraron dos dígitos, mientras que los servicios aumentaron a 5.35 %.

Resulta revelador que todos los indicadores de tendencia de la inflación siguen la trayectoria creciente y no muestran señal de inflexión. Mientras que los rubros de la inflación subyacente más expuestos a los choques de oferta ya comenzaron a disminuir, la subyacente fundamental y la subyacente asociada a factores internos mantienen una tendencia claramente al alza.

Preocupa también que los estimadores de la persistencia de la inflación subyacente elaborados por el *staff* se encuentran en sus mayores niveles desde 2010.

Por último, las cifras más recientes confirman que las expectativas de mediano plazo para la inflación general y subyacente permanecieron en su nivel máximo histórico, de 4 %, y que las de largo plazo hicieron lo propio, en 3.6 y 3.55 %, respectivamente, mientras que la compensación por inflación y riesgo inflacionario siguió elevada.

Lo anterior evidencia que la inflación ha adquirido una inercia que no puede explicarse exclusivamente por las presiones externas, que ya han comenzado a ceder.

Si bien la narrativa para explicar la dinámica de precios interna se ha enfocado en choques de precios provenientes del exterior, como los asociados a las disrupciones de las cadenas de suministro globales y el conflicto en Ucrania, considero que es preciso reconocer que también hay señales de presiones inflacionarias internas, a cuya medición y seguimiento debemos poner más atención.

Cada vez son más notorias las presiones de demanda, principalmente del consumo. Un dato ilustrativo es que, mientras la actividad económica apenas alcanza el nivel previo a la pandemia, diversos indicadores del consumo agregado ya se encuentran visiblemente por encima del período de referencia.

Como he mencionado, hay indicadores que apuntan a la presencia de presiones de costos provenientes de los mercados laborales que debemos vigilar estrechamente, ya que eventualmente pudieran interferir con el proceso de formación de precios en la economía.

La inquietud deriva de que las tensiones parecen tener su origen no solo en la recuperación incompleta de la participación laboral luego de la pandemia, sino en la fuerte recuperación del empleo. En efecto, las cifras más recientes estiman que la brecha de desempleo se ubica claramente en terreno negativo, lo que abona a las presiones salariales. Así, una política salarial con incrementos significativos al tiempo que el Índice Global de Productividad Laboral de la Economía se encuentra en niveles de 2009 complica el panorama.

El entorno complejo e incierto exige mantener una política monetaria cautelosa y firme. En mi opinión, la incertidumbre sobre las acciones de la Fed durante el próximo año prevalece, ya que, si bien la inflación ha comenzado a disminuir en ese país, es posible que la tasa deba mantenerse en niveles elevados por más tiempo de lo que los mercados actualmente anticipan; esta situación puede llevar a sorpresas en los mercados financieros internacionales que afecten tanto las tasas de interés como el tipo de cambio en nuestro país.

Por otra parte, un riesgo que, en mi opinión, se ha incrementado es la posibilidad de que la inflación en Estados Unidos disminuya más rápidamente que en México. De hecho, desde el inicio de su ciclo de alzas de tasas en marzo pasado, la inflación en ese país acumula cinco caídas, mientras que en México la inflación ha mostrado una mayor resistencia a disminuir. Ello podría implicar mayores incrementos de nuestra tasa de referencia durante un periodo más prolongado del que a la fecha anticipamos.

Por su parte, es de destacar que, si bien nuevamente ajustamos al alza nuestros pronósticos, el ajuste fue marginal, por lo que es de esperar que estemos cerca de alcanzar el nivel máximo. Ello, aunado a la restricción alcanzada hasta el momento, en mi opinión justifica una reducción en el ritmo de apretamiento de nuestra postura monetaria.

Por todo lo anterior, mi intención de voto es a favor de incrementar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base, para llevarla a 10.50 %.

Considero fundamental que el comunicado mantenga un lenguaje firme y señale explícitamente que la disminución en la magnitud del incremento no implica el inicio de un proceso de relajamiento. Por el contrario, debe señalar que, con base en la información disponible, se considera necesario mantener una postura monetaria restrictiva hasta en tanto no se observe una trayectoria descendente y sostenida de la inflación, así como el regreso de sus expectativas a niveles cercanos a la meta del 3 %.

Específicamente, el comunicado debe seguir mencionando que la tasa de referencia continuará aumentando y que la magnitud de los incrementos se definirá con base en la información disponible en cada ocasión. Como lo he mencionado en las últimas decisiones, en mi opinión también debe decir que para garantizar la convergencia al objetivo de 3 % anticipamos que será necesario mantener una postura monetaria en terreno restrictivo durante el horizonte de planeación.

Lejos de limitar el margen de maniobra para las próximas decisiones, este lenguaje contribuiría a la eficacia de la política monetaria y, así, minimizar los costos del ajuste desinflacionario.

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Desde la última reunión de política monetaria, el entorno que enfrenta la economía mexicana se ha mantenido complejo e incierto, caracterizado por presiones inflacionarias profundas, generalizadas y persistentes.

En el ámbito externo, la actividad económica global se recuperó de manera moderada durante el tercer trimestre del año, debido primordialmente al repunte en la economía estadounidense y a la reapertura de actividades productivas en China. Sin embargo, en otras economías, principalmente europeas, el ritmo de actividad se moderó. Hacia delante, indicadores prospectivos apuntan a un deterioro. En este contexto, las perspectivas económicas para el 2023 se ajustaron a la baja. Entre los riesgos, destacan los asociados a la evolución de la pandemia, a tensiones geopolíticas y al ciclo de apretamiento monetario global.

En la mayoría de las economías, la inflación general permanece significativamente por encima de los objetivos de sus bancos centrales. No obstante, en diversas economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación general mostró recientemente una disminución, debido, en parte, a las menores presiones en los precios de alimentos y de energéticos, si bien el componente subyacente siguió incrementándose en varios casos. En este entorno de inflación elevada en el nivel global, la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes siguieron ajustando al alza sus tasas de referencia y se anticipa que continúen haciéndolo. No obstante, algunas autoridades monetarias han reducido el ritmo de los incrementos o anunciado el fin de su ciclo alcista. Hacia delante, cabe la posibilidad de que en las próximas reuniones de política monetaria otros bancos centrales también moderen el ritmo del apretamiento monetario o incluso que este llegue a su fin.

En el caso de Estados Unidos, la inflación general anual del índice de precios al consumidor continuó disminuyendo, al pasar de 7.7 % en octubre a 7.1 % en noviembre. En cuanto a la Reserva Federal, como anticipaban los participantes en los mercados y analistas, en su reunión de diciembre ajustó al alza la tasa de fondos federales en 50 puntos base, ello después de cuatro incrementos consecutivos de 75 puntos base. Asimismo, este Instituto anticipó incrementos adicionales. Ante datos de inflación favorables en el margen en este país, las tasas de interés de mediano y largo plazo disminuyeron, mientras que el dólar estadounidense mostró una depreciación respecto de las monedas de diversas economías avanzadas y emergentes. Así, las condiciones financieras, si bien permanecen apretadas, en el margen mostraron un relajamiento.

En el ámbito interno, se confirmó el buen desempeño de la actividad económica en el tercer trimestre del año. En este buen desempeño sobresalió la mejoría de los servicios en meses recientes. Por su parte, la producción industrial mostró cierta debilidad hacia finales del tercer trimestre, aunque en octubre presentó cierta recuperación. Se espera que, ante el complejo entorno internacional que prevalece, hacia delante se observe una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía nacional respecto del dinamismo mostrado en los tres primeros trimestres de este año. No obstante, las condiciones de holgura continuarían reduciéndose gradualmente.

El consumo privado mostró cierta recuperación en agosto y septiembre. El continuo crecimiento de este indicador, sobre todo en el rubro de servicios, seguiría apoyando la actividad económica nacional. Por su parte, la inversión fija bruta continúa mostrando una alta variabilidad en su comportamiento de mes a mes, aunque en general se mantiene con atonía. Una recuperación clara de este indicador podría dar mucho más impulso al crecimiento de la economía nacional y contrarrestar la debilidad de la demanda externa que se prevé. En ese sentido, será importante sentar condiciones para que, por ejemplo, el país aproveche lo más posible la reconfiguración de algunas cadenas globales de producción, lo cual además podría permitir liberar algunas presiones inflacionarias al incrementar la capacidad productiva del país. En cuanto a la demanda externa, a principios del cuarto trimestre el valor de las exportaciones mantuvo una tendencia al alza, aunque algunos rubros muestran una incipiente desaceleración.

El mercado laboral continúa recuperándose y no refleja condiciones de holgura. En octubre las tasas de desocupación nacional y urbana se mantuvieron en niveles bajos. Además, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar mostraron avances y se aproximaron a sus niveles previos a la pandemia.

La inflación general anual descendió de 8.70 % en septiembre a 8.41 % en octubre y a 7.80 % en noviembre. Sin embargo, es importante notar que esta reducción se atribuye a la disminución en la inflación no subyacente, toda vez que el componente subyacente ha mantenido una tendencia creciente. En noviembre, la inflación subyacente anual se situó en 8.51 %, todavía reflejando las presiones derivadas de los efectos de los choques acumulados de la pandemia de COVID-19 y del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, los cuales han resultado ser más profundos y duraderos de lo estimado.

En particular, estos eventos han generado incrementos en los costos de producción de bienes y servicios. Si bien se ha observado cierta mejoría en el funcionamiento de las cadenas globales de producción y de distribución, así como en los precios de algunas materias primas, estos todavía se ubican en niveles elevados, además de que los efectos rezagados de los incrementos que presentaron podrían estar todavía presionando dichos costos.

En el interior de la inflación subyacente, siguió siendo notorio el aumento que continuó presentando la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias, que ya se situaba en niveles elevados, y que en noviembre alcanzó 14.09 %. Adicionalmente, las inflaciones de las mercancías no alimenticias y de los servicios también se incrementaron entre octubre y noviembre.

A partir de agosto, cuando alcanzó 10.65 %, la inflación no subyacente anual ha venido descendiendo, registrando 5.73 % en noviembre. A esta reducción ha contribuido, por una parte, la menor inflación de los productos agropecuarios y, por la otra, las menores tasas de variación anual de algunos energéticos.

La inflación general muestra señales claras de que podría ubicarse en el cuarto trimestre de 2023 por debajo del nivel registrado en el trimestre anterior. Sin embargo, la inflación subyacente todavía se incrementaría entre estos dos periodos. Posteriormente, ambos indicadores disminuirían a lo largo de 2023, para ubicarse en niveles cercanos a 3 % en el tercer trimestre de 2024. Estas trayectorias reflejan las acciones de política monetaria que se han venido instrumentando. De igual forma, consideran la previsión de que los efectos de los choques de la pandemia y del conflicto bélico sobre la inflación se vayan desvaneciendo gradualmente.

Si bien algunos choques han dado señales de mitigación, el balance de riesgos que podría incidir en la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico sigue sesgado al alza. Entre los riesgos al alza destacan la persistencia de la inflación subyacente, las presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia y del conflicto bélico. Entre los riesgos a la baja se puede mencionar una mayor desaceleración de la economía global y un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro.

En cuanto a las expectativas de inflación provenientes de la encuesta del Banco de México, la mediana de las expectativas de largo plazo promedio de los siguientes 5 a 8 años de las inflaciones general y subyacente, permanecieron en 3.60 y 3.55 %, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas correspondientes al promedio de los siguientes 4 años de las inflaciones general y subyacente, se mantuvieron en 4 %. No obstante, estas parecerían estar influidas al alza por la perspectiva de los siguientes dos años, toda vez que si se calcula la expectativa implícita de las expectativas para los siguientes 3 a 4 años, estas se ubicarían en 3.50 %, tanto para el componente general como para el subyacente.

En cuanto a la política monetaria, considero importante hacer una reflexión sobre la conducción de la misma durante el periodo de presiones inflacionarias en curso, con el fin de evaluar dónde nos encontramos actualmente, en términos de postura monetaria y analizar qué enfoque debe seguirse hacia delante.

Durante 2021 y la mayor parte de este año fuimos viendo deterioros constantes en el panorama inflacionario. Así, se hizo evidente la necesidad de implementar una postura monetaria restrictiva. Puede parecer paradójico, pero no lo es, que, en un entorno incierto, no hubo duda de la necesidad de seguir incrementando la tasa de referencia para alcanzar una postura restrictiva. Así, se adoptaron acciones de política monetaria más contundentes en comparación con las que históricamente había implementado el Banco de México. En particular, la tasa de referencia se incrementó en 75 puntos base en cada una de las últimas cuatro reuniones.

Con ello la tasa real *ex ante* se ha ubicado ya por arriba del intervalo estimado para la neutralidad. Aunado a lo anterior, la tasa de referencia nominal ha alcanzado un nivel por arriba de la inflación observada. En este contexto, la postura monetaria se encuentra de manera inequívoca en terreno restrictivo, como lo requiere la complejidad del panorama inflacionario que se enfrenta.

A diferencia de esos momentos, actualmente nos encontramos en una coyuntura distinta, en la que tenemos un balance delicado. Por una parte, se observan algunos signos de mejoría del entorno inflacionario. En particular, la inflación general anual ha disminuido y se ha situado por debajo de los pronósticos del Instituto Central. Además, se ha avanzado en el apretamiento monetario y, como se mencionó, la postura monetaria es claramente restrictiva. Sin embargo, por otra parte, las señales todavía apuntan a un contexto inflacionario complejo. Ello lo hace evidente la trayectoria ascendente que todavía muestra la inflación subyacente, en adición a que el balance de riesgos permanece sesgado al alza. Adicionalmente, el entorno es muy incierto en relación con la persistencia de los choques inflacionarios. Si bien se anticipa que estos muestren una moderación a lo largo del horizonte de pronóstico, no hay certeza sobre el ritmo al que pudieran irse disipando.

Tomando en cuenta lo anterior, así como todo lo expuesto previamente en mi intervención, en esta reunión considero apropiado reforzar la postura monetaria con un incremento de la tasa de referencia de 50 puntos base para ubicarla en un nivel de 10.50 %. Con ello se pasaría de incrementos de 75 puntos base a uno de 50 puntos base reconociendo este delicado balance. Asimismo, al incrementar la tasa de referencia y, en consecuencia, continuar con el ciclo alcista, se reconoce que el panorama inflacionario sigue siendo complejo y que el Banco no será complaciente.

Esta decisión también considera que, bajo condiciones de incertidumbre, un principio para la conducción de la política monetaria es la gradualidad y la dependencia de los datos. En este contexto, en mi opinión, toda vez que ya nos encontramos en terreno restrictivo, considero prudente moderar el ritmo de los incrementos en esta reunión y, hacia delante, seguir paso a paso evaluando de manera rigurosa la información disponible

que vayamos recibiendo. Ello para ir tomando, reunión tras reunión, las decisiones de política monetaria más apropiadas.

Asociado de manera estrecha con lo anterior, considerando la naturaleza atípica de los choques de la pandemia y del conflicto bélico, actualmente es difícil asignar probabilidades a la manera en que estos podrían evolucionar hacia delante, como ya nos enfrentamos en los dos años anteriores. Bajo estas condiciones, se requiere de una política monetaria robusta. Es decir, una que sea apropiada bajo distintos escenarios posibles. En este sentido, considero que un ajuste al alza de 50 puntos base en esta reunión, es una acción de política monetaria robusta. Coloca al Instituto Central en una posición adecuada para, hacia delante, ajustar el ritmo de los incrementos en la dirección que se requiera. Ello a medida que la incertidumbre vaya resolviéndose. Lo anterior considerando que cambios abruptos en la magnitud de los ajustes en la tasa de referencia entre una reunión y la siguiente, si bien en ocasiones son necesarios, tienen el potencial de generar volatilidad financiera.

Hacia delante, debe seguirse con un enfoque en el cual prevalezca la cautela y la flexibilidad. Se requiere de cautela para, como mencioné, ir analizando detenidamente la información adicional que se vaya obteniendo. Asimismo, se requiere de flexibilidad para ajustar la postura monetaria en línea con el escenario que vaya materializándose. Así, el apretamiento monetario adicional a implementar y, en consecuencia, el nivel al que llegue la tasa de referencia, son contingentes a los datos y a la evaluación que hagamos de los mismos.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 15 de diciembre de 2025

www.banxico.org.mx