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 10 de noviembre 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 10 DE NOVIEMBRE DE 2022

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 9 de noviembre 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.
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 reunión la actividad económica mundial ha seguido enfrentado importantes retos derivados de la pandemia y las tensiones geopolíticas, exhibiendo una recuperación económica marcada por una alta heterogeneidad entre países.

Los datos del PIB al tercer trimestre del año muestran un avance moderado en las principales economías del mundo, al tiempo que diversos indicadores del mercado laboral continúan presentando fortaleza.

Sin embargo, las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional apuntan a una desaceleración en varios países durante 2023.

En línea con estas previsiones, indicadores adelantados de manufacturas y servicios muestran debilidad tanto para economías avanzadas como emergentes, ubicándose en terreno de contracción. Asimismo, las órdenes globales de exportación se han desacelerado de manera importante, sugiriendo un deterioro en el comercio mundial.

En Estados Unidos, en particular, el sector inmobiliario se ha debilitado significativamente, las expectativas de gasto en capital fijo para los próximos seis meses han comenzado a descender, y el ahorro personal, que había apoyado la dinámica del consumo de este país, se encuentra en sus niveles más bajos desde 2015, lo que puede sugerir una reducción de la demanda agregada hacia delante.

La inflación global continúa en niveles elevados, y si bien en algunas economías se ha observado una moderación en las lecturas de la inflación general, esta ha sido principalmente por un descenso en el rubro de energía. Por su parte, el componente subyacente sigue exhibiendo una tendencia al alza por encima de los objetivos de los bancos centrales.

En el margen, los índices globales asociados con presiones en las cadenas de suministro, precios de insumos, tiempos de entrega de productos y costos en transporte de carga han seguido disminuyendo.

Como consecuencia, ha existido una moderación de los precios al productor en varias economías y se anticipa que en algunos países ya se haya superado el pico inflacionario.

Así, las revisiones a las trayectorias esperadas de la inflación de las economías avanzadas fueron menores y se sigue anticipando la convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales entre finales de 2023 y 2024.

Los bancos centrales alrededor del mundo continuaron incrementando sus tasas de interés mostrando posturas más restrictivas, sin embargo, algunos los realizaron en una menor magnitud a la anticipada, reflejando que es posible esperar una menor velocidad en el ajuste de sus tasas hacia delante. La mayoría enfatizó que es posible que mantengan las tasas en niveles elevados por un periodo prolongado con el fin de afianzar la convergencia hacia sus objetivos.

Particularmente, el Sistema de la Reserva Federal elevó por cuarta ocasión consecutiva su tasa de interés en 75 puntos base, lo que ha implicado una velocidad en el ciclo restrictivo no vista en las últimas cuatro décadas e indicó que incrementos adicionales serán necesarios para conseguir una postura monetaria lo suficientemente restrictiva. Por otro lado, también mencionó que para determinar el ritmo de los próximos aumentos tomará en cuenta el endurecimiento acumulado de la política monetaria, los rezagos con los que esta actúa, y los desarrollos económicos y financieros. Este nuevo párrafo en el comunicado de su decisión se ha interpretado como una señal de ese instituto por disminuir la velocidad de los ajustes que hará hacia delante, si bien su presidente señaló que seguirán un enfoque dependiente de los datos.

Por su parte, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando niveles de alta volatilidad y sensibilidad a las decisiones de los bancos centrales.

En renta fija se observaron incrementos, sobre todo en la parte corta de la curva de rendimientos, por una menor liquidez en el mercado debido a que las condiciones financieras globales han continuado apretándose en un entorno de alta volatilidad.

En los mercados accionarios se observó una cierta mejoría impulsada por la publicación de reportes corporativos mejores a lo anticipado, salvo el sector de tecnología que exhibió un balance mixto. En el mercado cambiario se mantiene la expectativa de que el dólar continúe fortalecido.

Con la información disponible, el PIB oportuno de México al tercer trimestre del año mostró una recuperación significativa y mayor a la anticipada lo que permitió que la actividad económica prácticamente recuperase los niveles observados del cuarto trimestre de 2019.

A su interior, la recuperación presentó contribuciones por parte de todos los sectores económicos, si bien persiste un elevado nivel de heterogeneidad, con aproximadamente un 18 % de la actividad sectorial todavía rezagada en más de un 5 % respecto de sus niveles previos a la pandemia.

Por el lado de la actividad industrial esta heterogeneidad se observa entre el sector manufacturero y el de construcción. Con el primero mostrando una recuperación significativa basada en las manufacturas que excluyen a equipos de transporte, mientras que el segundo ha mostrado una tendencia a la baja en meses recientes, principalmente a causa de una mayor debilidad en la edificación y obras de ingeniería civil.

Las actividades terciarias, por su parte, continúan mostrando un mejor dinamismo, en especial aquellas que poseen una mayor vinculación con las actividades manufactureras como son el comercio y los transportes e información en medios masivos, mientras que los servicios menos vinculados a las manufacturas y más asociados a la actividad presencial, como son de esparcimiento, alojamiento y preparación de alimentos, presentan una dinámica más lenta.

En cuanto al comportamiento de la demanda interna los últimos datos del consumo mostraron un repunte en el mes de agosto, reflejando el avance del consumo de servicios nacionales. Sin embargo, al interior de sus determinantes también exhiben cierta heterogeneidad. Por ejemplo, los indicadores de masa salarial

real y los ingresos por remesas se mantienen en niveles elevados, mientras que la confianza del consumidor se ha estabilizado en niveles inferiores a los observados durante 2021 e inicios de este año.

La inversión, por su parte, exhibe atonía, afectada por el estancamiento en el rubro de la construcción, por un dinamismo incipiente en el componente de equipo de transporte, y por una alta actividad en el componente de maquinaria, equipo y otros bienes.

El mercado laboral del país registra señales mixtas. Por un lado, aún se observa un avance en la recuperación de los indicadores relacionados a la tasa de desocupación y subocupación, los cuales ya han recuperado sus niveles de prepandemia. Por otro, los indicadores de participación laboral han perdido cierta inercia y se observan estancados en niveles ligeramente inferiores a los registrados antes de la pandemia.

En cuanto a la dinámica salarial, con anterioridad he comentado que no observo presiones generalizadas en la economía, sino más focalizadas y acordes al tipo de recuperación heterogénea que se ha consolidado.

En estos momentos no observo evidencia clara de que haya una espiral inflacionaria por dos razones:

En primer lugar, desde una perspectiva histórica de los últimos veinte años en México, los episodios en los que ha aumentado la inflación y consecuentemente los salarios reales, estos últimos han crecido en promedio más que la inflación. En contraste, la dinámica actual de los salarios reales ha sido inferior a la registrada en los precios.

En esta misma línea, cálculos publicados por el Fondo Monetario Internacional en su último reporte de perspectivas económicas sugieren que, cuando se ha observado una dinámica entre precios y salarios semejante a las actuales, esto no ha conducido necesariamente a una espiral precio-salarios, sino más bien a una recuperación del salario real, una vez que la inflación empieza a descender.

En segundo lugar, estimaciones recientes del *staff* del Banco de México, muestran que los mayores incrementos salariales observados actualmente están asociados a sectores donde las remuneraciones de los trabajadores están más vinculadas al salario mínimo, por lo que estos aumentos se corresponden con factores ajenos a la formación de expectativas de inflación.

Debido a ello, en mi opinión, no hay evidencia contundente de que estemos enfrentando este tipo de presiones, sin embargo, considero importante continuar monitoreando la dinámica entre ambas variables.

A pesar del contexto de alta volatilidad e incertidumbre para este periodo, el peso mexicano ha mostrado un desempeño positivo y estable entre el conjunto de monedas emergentes. Por su parte, la curva de rendimientos de valores gubernamentales mostró cambios mixtos, destacando mayores incrementos en la parte corta.

En materia de precios, durante el mes de octubre la inflación descendió a un nivel de 8.41 %, apoyada principalmente por una reducción del componente no subyacente que registró una tasa de 8.36 %, mientras que el componente subyacente se ha mantenido con una tendencia alcista y alcanzó una variación anual de 8.42 %.

A su interior, las mercancías alimenticias han seguido presionando al componente subyacente de manera importante y registran variaciones anuales de doble dígito durante los últimos ocho meses, afectadas especialmente por el incremento de los precios en productos derivados del maíz, azúcar y lácteos.

El subcomponente de los servicios descendió en el margen debido a las menores variaciones en telecomunicaciones, si bien aún existen presiones significativas en los turísticos y de alimentación.

El componente no subyacente, por su parte, se vio favorecido tanto por menores variaciones de los precios agropecuarios, como por una disminución de los energéticos, en especial del gas LP, lo que contribuyó a que el indicador presentara su menor variación mensual para el mes de octubre de los últimos 10 años.

Así, el descenso de la inflación general durante este periodo está explicado por el comportamiento de algunos productos en específico, mientras que poco más del 40 % de los genéricos aún presentan variaciones anuales superiores a 10 %, lo que aún sugiere la presencia de presiones generalizadas en la economía.

La subyacente registra 23 meses al alza, con variaciones mensuales atípicamente altas, a causa de la magnitud de los nuevos choques, especialmente en las mercancías alimenticias, los cuales han más que compensado los efectos base a la baja de ese grupo.

Al mismo tiempo y dada la relación de largo plazo que existe entre los precios de alimentos procesados y los servicios de alimentación en nuestra economía, el precio de estos se sigue afectando de manera importante, lo que en su conjunto explica más de la mitad de la variación del componente subyacente. Sin embargo, en el margen, la magnitud de estos choques ha comenzado a aminorar.

Desde nuestra última reunión, el comportamiento de la inflación general ha sorprendido a la baja a las expectativas de los analistas y, de igual forma, los datos observados para el mes de octubre también se ubicaron por debajo de las proyecciones del Banco de México.

Como consecuencia, los nuevos pronósticos para la inflación general se han ajustado moderadamente a la baja para el cierre de este año y para el 2023. Esta modificación ha sido la de menor magnitud desde que comenzamos el ciclo monetario actual, lo que es un indicativo de que, si bien el balance de riesgos para la inflación aún se mantiene al alza, su comportamiento ha comenzado a ser más consistente con nuestras previsiones centrales.

No obstante, las expectativas de inflación, extraídas tanto por encuestas como por instrumentos de mercado, se han seguido deteriorando, con incrementos relevantes en las expectativas de corto y mediano plazo, mientras que las de más largo plazo han permanecido estables, aunque marginalmente arriba de sus niveles históricos.

Por todo lo anterior, mi voto es a favor de incrementar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base para ubicarla en un nivel de 10 %.

La inflación general aún se encuentra en niveles elevados y la trayectoria de convergencia hacia su meta aún presenta desafíos importantes. Por un lado, la subyacente sigue mostrando una tendencia alcista preocupante que debe contenerse para permitir la convergencia ordenada de la dinámica de precios. Por otro lado, las expectativas de inflación se siguieron deteriorando, lo que dificulta que la tasa de interés real se incremente proporcionalmente a los ajustes realizados en la tasa nominal.

Así, considero que el incremento de 75 puntos base es congruente con impedir que el proceso inflacionario pueda arraigarse en la economía y afecte la formación de precios en el mediano plazo.

Destaca el hecho de que el pronóstico de inflación se haya revisado marginalmente a la baja lo cual no había ocurrido desde que comenzó este episodio inflacionario. Si bien el balance de riesgos todavía se encuentra sesgado al alza, considero que los determinantes observados y esperados de la inflación han comenzado a distribuirse más cerca de nuestra previsión central y es necesario que se consolide un balance más equilibrado.

A la luz de nuestras decisiones al alza, que con esta acumularán 600 puntos base, y con la información disponible, es probable que la inflación haya exhibido su punto de inflexión durante el trimestre pasado y que en los meses subsecuentes se materialice una trayectoria descendente.

Encuentro importante notar que los incrementos recientes en la tasa de referencia han sido de una magnitud mayor que en otros ciclos alcistas, tanto en términos nominales como reales. Lo anterior ha permitido que, a pesar de los choques recientes, la tasa real *ex ante* sea claramente restrictiva y que la tasa nominal se encuentre por encima del nivel de la inflación observada y esperada, lo que sin duda apoya el proceso de convergencia.

De igual forma, considero pertinente observar que las condiciones monetarias del país que inciden en la actividad económica a través de la tasa de interés real y del tipo de cambio real presentan, en su conjunto, una mayor astringencia que en otras economías similares a México, lo que puede sugerirnos que la postura es consistente con la convergencia de la inflación tal como lo tenemos previsto.

En mi opinión, ante la alta incertidumbre asociada a los choques inflacionarios, hacia delante, nuestras decisiones deben continuar manteniendo la flexibilidad necesaria en cada decisión. Por lo que, en estos momentos, más que dar una orientación específica sobre el nivel terminal de la tasa de interés, considero que, en congruencia con el régimen monetario, la postura que consolidemos debe ser consistente con que se materialice un descenso de las presiones inflacionarias, que exista una mejora en las expectativas de inflación y que el comportamiento de estas variables sea acorde con nuestro pronóstico.

Estas circunstancias serán determinantes para fijar la posición absoluta de nuestra política monetaria y, por ende, la relativa.

La posible sincronización entre el ciclo monetario de México y Estados Unidos es condicional al tipo de choques que enfrentamos, no es mecánica ni es un objetivo en sí mismo, por lo que hacia delante debemos mantenernos atentos a las condiciones cíclicas de cada economía para poder actuar en consecuencia, buscando una trayectoria de la tasa que nos asegure el cumplimiento con nuestro mandato.

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La economía mundial continúa desacelerándose ante el apretamiento monetario de numerosos bancos centrales, la disminución de los estímulos fiscales y por el efecto de choques reales derivados de la guerra en Ucrania. La mayoría de los indicadores oportunos, como los índices de gerentes de compras, órdenes de exportaciones y la confianza de los consumidores, entre otros, continuaron deteriorándose en la mayoría de los países, tanto avanzados como emergentes.

Después de dos trimestres de contracciones, la economía de Estados Unidos creció en el tercer trimestre del año. No obstante, esto se debió principalmente a un incremento de las exportaciones, al tiempo que la demanda interna continuó desacelerándose. Por su parte, los indicadores de actividad económica en Europa y el Reino Unido han mostrado signos de debilidad y, en algunos casos, de estancamiento o contracción. En contraste, la economía china mostró una cierta reactivación al reducir las restricciones de movilidad.

Los mercados laborales de economías avanzadas continúan robustos. En el caso de Estados Unidos se observa una paulatina reducción en el apretamiento del mercado laboral. El cociente de vacantes a desempleo disminuyó ligeramente, si bien permanece elevado. También se aprecia una moderación paulatina de las variaciones de la nómina no agrícola con respecto a 2021.

Los factores que dieron origen al actual fenómeno de inflación global muestran ya una clara mejoría, lo que permite anticipar una cierta mitigación de las presiones inflacionarias hacia adelante. Esto se observa, por ejemplo, en los índices que miden la presión en las cadenas de suministro, los pedidos pendientes, los tiempos de entrega, los precios de insumos y los de transporte de carga, en donde se han alcanzado niveles

similares a los observados previo a la pandemia. Asimismo, los precios de las materias primas permanecen por debajo de los máximos alcanzados después del inicio del conflicto en Ucrania, lo que anticipa menores presiones inflacionarias a partir de febrero de 2023.

El fenómeno de inflación global ha comenzado a mostrar una mayor divergencia entre regiones. Entre las economías avanzadas tenemos, en un extremo, a la zona euro y al Reino Unido en donde la inflación anual ha alcanzado doble dígito y continúa creciendo. En el extremo opuesto tenemos a Japón y China, países cuyos procesos inflacionarios domésticos se han mantenido aislados de las presiones globales. En un punto intermedio, están Estados Unidos y Canadá, en donde la inflación ha sido afectada por factores globales e internos, pero en donde ésta ya ha comenzado a descender. Entre las economías latinoamericanas también podemos encontrar diferencias. Por un lado, países como Chile y Colombia aún mantienen inflación creciente, mientras que, por el otro, Brasil, Paraguay y México ya han comenzado a registrar disminuciones. Si bien la disminución aún no se traslada a los componentes subyacentes en todos los casos, no debe minimizarse la disminución observada en la inflación general, pues su nivel importa para los efectos de segundo orden y para la persistencia de los componentes. Un indicador adicional, que suele preceder a la dinámica del componente subyacente, son los índices de precios al productor, en donde se observan mejorías en varios países, aun excluyendo el componente de energía.

En este contexto, los bancos centrales de economías avanzadas, con excepción de Japón, continuaron incrementando sus tasas de interés de referencia. Un grupo integrado por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvo un ritmo acelerado de incrementos, mientras que otro grupo integrado por el Banco de Canadá, el Banco de Australia y el Banco de Noruega comenzó a disminuir el ritmo de alzas. Hacia adelante, los mercados esperan una reducción del ritmo de incrementos en las principales economías. En el caso de la Reserva Federal, el presidente Powell dejó abierta la posibilidad de reducir el ritmo tan pronto como en la próxima decisión, al tiempo que reconoció que la tasa terminal podría ser mayor a la previamente anticipada. Por otro lado, algunos bancos centrales latinoamericanos ya han anunciado el fin de su ciclo alcista o se espera que pronto lo alcancen. Tal es el caso de Brasil, Chile y Perú. Por su parte, China ha continuado con su política de relajamiento monetario ante una baja inflación y un deterioro en sus perspectivas económicas.

Estos desarrollos, en su conjunto, reflejan la permanente evaluación de riesgos que realizan los bancos centrales. Por un lado, existe el riesgo de detenerse prematuramente en el proceso de apretamiento monetario ocasionando una inflación más arraigada y difícil de combatir; mientras que, por el otro, existe el riesgo de un apretamiento excesivo que afecte significativamente a la actividad económica o que provoque inestabilidad financiera.

En este contexto, los mercados financieros internacionales operaron con volatilidad, afectados por noticias relacionadas con el desempeño de la actividad económica, las ganancias corporativas y la evolución de los precios, así como por la más reciente decisión de la Reserva Federal. Salvo en el Reino Unido e Italia, en donde se resolvieron algunos elementos idiosincráticos de incertidumbre, las tasas de interés gubernamentales de economías avanzadas se incrementaron moderadamente durante el periodo. El dólar continuó con fortaleza, si bien mostrando volatilidad, mientras que los mercados accionarios mostraron cierta mejoría, aunque continúan en niveles bajos. En los mercados emergentes se continuó observando un cierto deterioro debido a mayores tasas de interés, divisas depreciadas, pérdidas en índices accionarios y mayores primas de riesgo. No obstante, desde nuestra última reunión se observó una cierta mejoría de las bolsas y una apreciación de sus monedas, si bien con heterogeneidad entre países. En general, sin embargo, lo que destaca es el reconocimiento generalizado de que los mercados financieros se enfrentan a diversos riesgos como el de un apretamiento excesivo por parte de los bancos centrales, la posibilidad de una recesión global y un deterioro de las condiciones generales de liquidez y crédito.

El peso mexicano continúa destacando entre las divisas de economías avanzadas y emergentes por su fortaleza. En días recientes la moneda cotizó incluso por debajo de los 19.50 pesos por dólar. La bolsa mexicana subió alrededor de 12 % durante el periodo ante los buenos resultados del tercer trimestre. El

CDS de México disminuyó, distinguiéndose del comportamiento que se observó en otras economías emergentes, en donde aumentó o permaneció constante. Este buen comportamiento de los mercados financieros locales se explica por los sólidos fundamentos macroeconómicos de nuestro país.

En cuanto a la actividad económica en México, el PIB registró una tasa de crecimiento trimestral de 1 % durante el tercer trimestre, hilando tres trimestres consecutivos con incrementos de magnitud similar. Si bien la economía ha finalmente alcanzado su nivel previo a la pandemia, aún existen sectores en donde la recuperación es incompleta.

Por su parte, el mercado laboral continuó operando favorablemente, con tasas de desempleo y de participación situándose en niveles similares a los observados antes de la pandemia. Del mismo modo, el empleo formal registrado por el IMSS ha mantenido una tendencia positiva.

En general, pese a que la actividad económica prácticamente ha alcanzado su nivel prepandemia, la economía aún muestra un importante grado de holgura. En el tercer trimestre del año, el PIB aún se encuentra muy por debajo de su trayectoria tendencial de largo plazo. Dicha holgura se explica principalmente por el consumo que, aunque ha superado su nivel prepandemia, mantiene un rezago respecto a su trayectoria tendencial, así como por la inversión, la cual presenta una falta de dinamismo de mediano plazo.

La inflación en México parece haber alcanzado su pico en la segunda quincena de agosto, 8.77 %, y registró una tasa anual de 8.41 % en octubre y de 8.28 % en la segunda quincena de dicho mes, hilando con ello cuatro quincenas consecutivas con disminuciones. La tasa mensual anualizada de octubre fue de 7 %, cuando su promedio histórico es de 6.3 %, lo que implica que las presiones en el margen han disminuido considerablemente con relación a las observadas durante la primera parte del año. Cabe resaltar que la inflación general observada en septiembre y octubre implica resultados inferiores a los pronósticos publicados por el Banco de México para el tercer y cuarto trimestre del año.

La inflación subyacente se ha mantenido alta y creciente, registrando una tasa anual de 8.42 % en octubre. A su interior, el componente de mercancías alimenticias ha sido el más afectado con una inflación anual de 13.95 %, mientras que los servicios mantienen una tasa anual de 5.3 %. Destaca que al interior de los servicios los componentes de educación y vivienda han tenido un comportamiento similar al de años previos a la pandemia con tasas anuales de 4.49 y 3.14 %, respectivamente, mientras que los servicios alimenticios tuvieron una tasa anual de 11.86 %, en línea con los incrementos observados en los alimentos. En cualquier caso, vale la pena destacar que el componente subyacente alternativo, el cual excluye alimentos procesados, registró una tasa anual de 6.26 %, lo que es significativamente inferior y más estable que lo observado en el componente subyacente tradicional.

En cuanto a la inflación no subyacente, este componente ha continuado disminuyendo y presentó una tasa anual de 8.36 % en octubre. Además, las presiones en el margen para este componente se han mantenido bajas y estables por varios meses consecutivos.

Por su parte, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses disminuyeron ligeramente en octubre para ubicarse en 5.25 %, mientras que las de mediano plazo se ubicaron en niveles cercanos al 4 %, aunque su distribución ha tenido una mayor dispersión. Por otra parte, las expectativas de inflación de largo plazo extraídas de instrumentos del mercado se ubicaron en 3.25 %, con un ligero incremento en el margen.

En este contexto, mi voto es a favor de incrementar en 50 puntos base la tasa de interés de referencia para ubicarla en 9.75 %. Considero que es importante reducir el ritmo de alzas para atender al balance de riesgos asociado con nuestras decisiones y para enviar una señal clara al mercado de que en un periodo relativamente corto podríamos converger a la tasa terminal de este ciclo alcista.

Debe considerarse que, en la coyuntura actual, enfrentamos, por un lado, el riesgo de un apretamiento insuficiente, lo que podría traducirse en un proceso inflacionario más persistente y que resulte más costoso revertir. Mientras que, por el otro, enfrentamos el riesgo de un apretamiento excesivo que repercuta sobre la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía. En particular, un elevado costo financiero puede provocar dificultades a empresas, instituciones financieras o gobiernos que tengan elevados niveles de apalancamiento. Asimismo, un apretamiento excesivo traería consigo un deterioro de las perspectivas de crecimiento económico, del empleo, de las ganancias y de los ingresos de los hogares. De materializarse, esto incrementaría las primas de riesgo en la economía, actuando en contra del objetivo mismo de estabilidad económica y financiera. Recientemente, diversos actores de la Reserva Federal, el FMI, así como algunos analistas destacados, han advertido también sobre los riesgos asociados a un apretamiento excesivo de las condiciones financieras globales.

En mi opinión, conforme hemos incrementado la tasa de interés en este ciclo, el riesgo de un apretamiento insuficiente ha venido reduciéndose, mientras que el de un apretamiento excesivo se ha vuelto más probable. Esto se debe a varios factores. El primero es que el nivel de tasa real *ex ante* que hemos alcanzado se encuentra claramente en terreno restrictivo. La diferencia entre la tasa de referencia y las expectativas de inflación a 12 meses de los analistas se ubica en 4 %. El aumento aquí propuesto llevaría la tasa real a un nivel de 4.5 %, mientras que un aumento combinado de entre 100 y 150 puntos base en esta y las siguientes decisiones la llevarían a un rango de entre 5 y 5.5 %, un nivel bastante restrictivo y muy por encima del nivel de neutralidad estimado por el propio banco central. Una tasa real de este nivel sin duda tendría efectos negativos en diversos márgenes de la economía, como es el caso del consumo, la inversión y el crédito.

Otro factor para considerar es que los elementos que dieron origen al fenómeno de inflación global, como las presiones en las cadenas de suministro y los precios de materias primas, entre otros, recientemente han mostrado un mejor comportamiento. De hecho, la inflación de los precios al productor ha comenzado a disminuir en forma acelerada, 300 puntos base entre junio y octubre, lo que eventualmente ayudará a que la inflación subyacente también comience a disminuir. Todo ello implica que el riesgo de un apretamiento insuficiente se ha atenuado.

Por todo lo anterior considero que, si bien hay que continuar con el ciclo de alzas, es necesario disminuir el ritmo de aumentos con el fin de calibrar adecuadamente, decisión tras decisión, el balance de riesgos mencionado. De esta forma, procediendo de manera prudente, estaremos en condiciones de evitar la posible materialización de estos riesgos, en una dirección u otra. Nótese que aun disminuyendo el ritmo de alzas podríamos acortar o alargar el ciclo si llegara a ser el caso que la economía lo requiriera. En cambio, continuar con el actual ritmo de alzas significaría exacerbar innecesariamente el riesgo de un apretamiento excesivo y se transmitiría el mensaje a los mercados de que aún falta un trecho importante por recorrer en el ciclo alcista, lo que puede incidir negativamente en las expectativas inflacionarias.

Es importante señalar que el aumento propuesto implica desincronizarnos de los aumentos de la Reserva Federal y reducir por esta ocasión el diferencial de tasas con Estados Unidos. Se ha dicho reiteradamente que esto no debe ocurrir para evitar inestabilidad cambiaria y financiera. Sin embargo, este argumento pierde fuerza cuando vemos lo que ha acontecido recientemente con el tipo de cambio, el cual se ha apreciado en forma importante no sólo contra el dólar, sino prácticamente contra todas las otras monedas del mundo. En ese sentido, la fortaleza reciente del tipo de cambio nos brinda una oportunidad inmejorable para emprender este proceso con un riesgo mínimo.

Por último, hago referencia a otros dos temas que considero relevantes y que refuerzan la importancia de definir con cuidado el nivel terminal de la tasa real *ex ante*. Primero, no debemos olvidar el rezago con el que opera la política monetaria. El hecho de que ya estemos en una posición restrictiva, implica que los canales de transmisión de la política monetaria han empezado a operar y que sus efectos se deberán ver con mayor claridad en los meses subsecuentes. Esto implica que el proceso alcista deberá terminar incluso antes de que la inflación comience a reducirse en forma significativa. Segundo, en la medida en la que se

comunique con claridad que la postura es suficientemente restrictiva, las expectativas de inflación deberían empezar a disminuir, lo que paradójicamente implicaría un nuevo aumento en la tasa real *ex ante* y un apretamiento adicional de las condiciones financieras. Por todo ello, debemos ser extremadamente cuidadosos en que el nivel terminal de dicha tasa no sea excesivamente elevado.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Si bien la inflación general disminuyó en octubre, la inflación subyacente consolida su acenso sin mostrar una señal clara de alcanzar un pico y sus expectativas continúan deteriorándose. Además, su balance de riesgos permanece considerablemente sesgado al alza al tiempo que nuestras proyecciones vislumbran una convergencia lejana e incierta. Por ello, la única opción es consolidar una postura restrictiva manteniendo el ritmo de incrementos actual, por lo que mi voto es por incrementar el objetivo de la tasa de fondeo interbancario en 75 puntos base para situarlo en 10 %. No obstante, el panorama inflacionario presenta algunas señales mixtas, por lo que será necesario tener claridad sobre cómo estas se incorporarán en nuestra función de reacción y por ende en las perspectivas del ciclo monetario, las cuales se tienen que comunicar de manera más explícita en medida de lo posible.

El balance de riesgos de la trayectoria de la inflación continúa sensiblemente sesgado al alza sin materializarse un cambio de tendencia. El descenso de la inflación general no sucede por las razones adecuadas. Por el contrario, este se justifica por el atípico comportamiento del componente más aleatorio, el no subyacente, con una tasa de 0.38 % mensual en octubre, muy por debajo de su promedio desde 2003 de 1.42 %. Tal situación se debe a la desaceleración de los precios del gas, y de algunas frutas y verduras, cuya formación no obedece a nuestra postura monetaria. Por su parte, el componente subyacente, el cual debería ser más susceptible a las acciones de política monetaria, mantiene una tendencia al alza desde hace 23 meses, motivado fundamentalmente por el comportamiento de las mercancías alimenticias. Dicho subcomponente representa poco más del 80 % de su canasta, con precios creciendo a una tasa mensual anualizada por encima del 10 %. Estos incrementos han terminado por contagiar a los precios de los servicios alimenticios, que son los no comerciables que más han aumentado.

Pese a que aún no alcanzamos un punto de inflexión hay algunas señales mixtas de menores presiones externas y crecientes presiones internas. Para que el problema inflacionario se empiece a resolver es imperativo primero un cese de las presiones externas, en especial en Estados Unidos. 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 apuntan a esta dirección. También, se pueden observar algunas señales de alivio en los índices de precios al productor en México, en especial de los bienes intermedios del sector industrial que acumula cuatro caídas consecutivas en su tasa anual. Sin embargo, las presiones en los precios domésticos no cederán inmediatamente debido a presiones internas como aquellas derivadas de los ajustes al salario mínimo. De igual manera, se ha generado una inercia de incrementos en precios no comerciales como los servicios, la cual no será fácil de controlar. En efecto, las condiciones de holgura en la economía continúan estrechándose y, dado los problemas de medición en el PIB potencial ampliamente discutidos, es muy probable que estemos enfrentando presiones por el lado de la demanda que requieren atención. Finalmente, hasta que logremos controlar el problema inflacionario las condiciones cíclicas de la economía no justifican un relajamiento de nuestro esfuerzo.

Además, al deterioro de las expectativas inflacionarias se añade el reto creciente de una convergencia larga y difícil a la meta. Las expectativas de la inflación general y subyacente continúan deteriorándose para el cierre de este año y del siguiente. A diferencia de episodios anteriores, donde el incremento de las expectativas de corto plazo no se traspasaba a las de mayor plazo, ahora vemos que las expectativas de la inflación general y subyacente para los próximos cuatro años ya alcanzaron la cota superior del rango objetivo. Además, preocupa que no solo hay un sesgo en la distribución de las expectativas hacia niveles más altos, sino que hay una mayor dispersión por lo que cada vez es menos claro que haya un consenso en torno a un determinado nivel. En general, existe una gran incertidumbre sobre el futuro de la inflación, la cual se refleja en una mayor compensación por inflación y riesgo inflacionario en la mayoría de los

instrumentos de mercado. Asimismo, pareciera que las expectativas inflacionarias son más sensibles a sorpresas negativas cuando la inflación resulta mayor a lo anticipado. Estas señales preocupantes indican un posible desanclaje de las expectativas que debilita nuestro principal canal de transmisión de la política monetaria. Por ello, se tiene que mantener una postura monetaria absoluta restrictiva por un largo tiempo ante un proceso de convergencia que aún no se materializa.

Mantener el diferencial de tasas en un mínimo de 600 puntos base no es una reacción automática, sino una decisión bien fundamentada. Resulta importante recalcar que no tiene que ver con el comportamiento de nuestros ciclos económicos, que no coinciden, sino más bien obedece a la sincronización de los ciclos inflacionarios en ambos países. El reciente aumento del objetivo de los Fondos Federales de la Reserva Federal en 75 puntos base es la respuesta a una dinámica inflacionaria, similar a la nuestra, dominada por una fuerte tendencia al alza en el componente subyacente. Por ello, solo se podrá hablar de un desacoplamiento de los ciclos monetarios, en medida en que la inflación en ambos países comience a divergir. Mientras tanto, la sincronía en nuestras acciones de política mantendrá el diferencial de tasas hasta que haya una plena certidumbre del nivel de tasa terminal que alcanzará la Reserva Federal. En este sentido, los ajustes de la tasa de fondos federales deberán seguir siendo nuestro piso. De hecho, un diferencial de tasas objetivo elevado, aun ajustado por volatilidad, permite enfrentar la creciente incertidumbre externa generada por una inflación global elevada; los riesgos crecientes de recesión; el temor a una restricción monetaria excesiva; el apretamiento de las condiciones financieras; los conflictos geopolíticos, y algún choque potencial idiosincrático derivado de las negociaciones comerciales con Estados Unidos. Asimismo, la contención de las presiones inflacionarias externas derivado del buen desempeño de nuestra moneda seguirá apuntalado por dicho diferencial, así como por las remesas y los equilibrios fiscales y de cuenta corriente.

Es imperativo tener claridad sobre como incorporar estas señales mixtas en la velocidad del ciclo monetario, su duración y la tasa terminal. Por el momento, hay que continuar con la consolidación de una postura restrictiva por lo que cualquier deterioro adicional de las expectativas inflacionarias será aparejado con un ajuste de la tasa real *ex ante*. Por lo pronto, tenemos que tener la mira en una tasa terminal igual o superior al 6 %, condicionada obviamente a la evolución de los datos, principalmente a la trayectoria de las expectativas de inflación de largo plazo. No podemos considerar como referencia los niveles máximos alcanzados en ciclos monetarios anteriores que eran consistentes con niveles de inflación mucho menores y una dinámica de precios mucho menos compleja. Por ello, un eventual cambio de velocidad en el ritmo de incrementos se debería considerar solo en caso de que los datos apunten a que el deterioro del panorama inflacionario, en particular para la subyacente, se haya aminorado. Finalmente, hay que considerar que el nivel de tasa terminal que alcancemos deberá ser la referencia por un buen tiempo, por lo que tenemos que ser muy cautelosos en su determinación.

Evidentemente, la guía prospectiva debe ser lo más explícita posible dentro de lo viable. Después de reiterar que es una guía y no un compromiso, debemos dejar claro que con la información que disponemos a la fecha, no ha terminado todavía el ciclo alcista, aunque es posible no tener que seguir avanzando a la misma velocidad. No obstante, cuando alcancemos nuestra tasa terminal, debemos dejar claro que tendremos que estacionarnos allí por un buen rato. Asimismo, debemos manifestar que no se puede estar anticipando un pivote que implique un relajamiento de nuestra postura mientras no haya una mejora en el balance de riesgos para la inflación y la confirmación de una trayectoria inflacionaria visiblemente descendente. El comunicar tal firmeza en nuestra guía fortalecerá nuestra credibilidad y apego con nuestro mandato prioritario.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

En el tercer trimestre, la economía mundial registró un ligero crecimiento, ante menores presiones en las cadenas globales de suministro, estabilización de los precios de las materias primas no alimenticias, excepto el petróleo, y la reapertura parcial de la economía china. No obstante, las perspectivas para la actividad

económica global en 2022 se mantienen deterioradas, especialmente para Estados Unidos y la zona del euro.

Indicadores prospectivos señalan cierto debilitamiento del comercio internacional, así como de los sectores de servicios y manufacturas. Adicionalmente, ante el apretamiento de las condiciones financieras, se espera una importante desaceleración en la inversión de capital fijo, lo que seguirá minando la confianza de los agentes económicos.

Por ello, los pronósticos de la actividad económica para 2023 continúan ajustándose a la baja para un amplio conjunto de países y la probabilidad de recesión global ha aumentado. El balance de riesgos para la actividad económica mundial permanece sesgado a la baja en un entorno de condiciones financieras más astringentes, elevada volatilidad en los mercados internacionales y un posible escalamiento de tensiones geopolíticas.

Por su parte, el mercado laboral se mantiene apretado, con un desbalance entre oferta y demanda que ha propiciado importantes repuntes salariales.

No obstante, el poder adquisitivo de los hogares continúa erosionándose ante la elevada inflación no vista en décadas, convirtiéndola en la mayor preocupación de gobiernos y bancos centrales. Si bien recientemente se ha observado cierta moderación en la dinámica inflacionaria, esta continúa ubicándose significativamente por encima de las metas de los bancos centrales, y el componente subyacente sigue mostrando resistencia a disminuir, presionado principalmente por los altos precios de servicios, alimentos y energéticos.

De esta forma, continúa reforzándose la expectativa de que la convergencia de la inflación hacia su meta tomará un tiempo prolongado, alcanzándose entre finales de 2023 y 2024. Ante ello, la mayoría de los bancos centrales continúan con su postura restrictiva y con ajustes de magnitud elevada. Solo los bancos de Canadá, Australia y Noruega han empezado a moderar el ritmo de sus incrementos.

En Estados Unidos, el Deflactor del Gasto al Consumo Personal se mantuvo sin cambios en septiembre, en 6.2 %, aunque la inflación subyacente aumentó nuevamente, a 5.1 %. En línea con lo esperado, la Reserva Federal aumentó por cuarta vez consecutiva su rango de tasa de fondos federales en 75 puntos base, para ubicarlo entre 3.75 y 4 %.

Asimismo, el presidente de ese Instituto Central reafirmó que mantendrán la postura restrictiva por un tiempo prolongado y descartó una pausa en el ciclo en el futuro inmediato. No obstante, el comunicado de prensa señaló, por primera vez, que la magnitud de los futuros ajustes de tasas considerará el endurecimiento acumulado y el efecto rezagado de la política monetaria sobre el ciclo económico y la dinámica de precios.

Así, se continúan anticipando tres incrementos adicionales por un total de 125 puntos base entre diciembre de 2022 y marzo de 2023, lo que ubicaría la tasa terminal en 5.125 % en el primer trimestre de 2023, manteniéndose en ese nivel durante todo el año, para iniciar una relajación gradual a partir de 2024.

Por su parte, varios bancos centrales de importancia sistémica, como el BCE y el Banco de Inglaterra, continuaron realizando incrementos en magnitudes elevadas, a fin de afianzar la convergencia de la inflación hacia sus respectivas metas.

De esta forma, en la mayoría de las economías, las tasas de interés se han ajustado al alza en línea con sus referencias, mientras que el mercado de renta fija mostró un deterioro en las condiciones de liquidez. Por su parte, los mercados de renta variable observaron un desempeño positivo impulsados por mejores indicadores corporativos y por la percepción de algunos inversionistas de que las tasas de interés pudieran haber alcanzado sus niveles máximos.

Finalmente, en el mercado cambiario, el dólar terminó con una depreciación en el margen del 0.2 %. Sin embargo, prevalece la perspectiva de que la moneda estadounidense recupere su fortaleza, lo que, en adición a las condiciones financieras astringentes, incrementaría los costos del servicio de las deudas públicas y privadas emitidas en dicha divisa, un mayor traspaso de la inflación externa, posible salida de capitales de países emergentes ante menor apetito por riesgo y, consecuentemente, mayores riesgos para la estabilidad financiera.

En México, la información oportuna del PIB al tercer trimestre sorprendió al observarse una recuperación de 1 % respecto al trimestre anterior con cifras desestacionalizadas y de 4.3 % anual, un ritmo significativamente mayor al esperado. Con ello se acumula un crecimiento de 2.7 % en lo que va del año. Sin embargo, derivado del entorno económico global adverso, el panorama inflacionario y los riesgos de una desaceleración de la economía global, para el último trimestre del año se mantiene la previsión de una moderación en la actividad económica, aunque potencialmente menor a la esperada previamente.

Por su parte, las condiciones de holgura de la economía continuaron reduciéndose, en particular la estimación puntual de la brecha negativa del producto, que sigue aproximándose a cero.

Mientras que los tres grandes sectores económicos continúan contribuyendo a la recuperación, en esta ocasión destaca el avance de 4.3 % anual de las actividades terciarias, que habían mostrado estancamiento y un bajo dinamismo. Por su parte, la actividad industrial y las manufacturas continúan mostrando *momentum*. Sin embargo, persiste la heterogeneidad entre subsectores.

En agosto, el consumo privado mostró una expansión mensual de 0.7 %, impulsado por el consumo de servicios, ya que el de bienes se contrajo. Por su parte, el indicador de confianza del consumidor, aunque estable en sus últimas lecturas, aún se ubica por debajo de niveles prepandemia.

La inversión fija bruta presentó un avance mensual de 1.9 % en agosto, con un mejor desempeño del equipo de transporte, sobre todo el importado, y un avance moderado de la construcción residencial. Si bien ya se ubica por encima de su nivel prepandemia, todavía es claramente inferior a los niveles que registraba a mediados de 2018.

En el sector de exportaciones, tanto las automotrices como las no automotrices, destaca el buen desempeño que mantienen los envíos hacia Estados Unidos y que continúan siendo un factor relevante para el dinamismo de la demanda agregada y el flujo de divisas a nuestro país. En el mismo sentido, las remesas permanecen en niveles elevados y acumulan 29 meses de incrementos a tasa anual, aunque muestran ciertas señales de desaceleración.

Por su parte, el mercado laboral ha continuado mostrando fortaleza. No obstante, al segundo trimestre de 2022, el indicador global de productividad laboral, registró ocho trimestres consecutivos de disminuciones y la tasa de ocupación en el sector informal, como proporción de la población económicamente activa, se ubicó por encima del 28 % y con una ligera tendencia creciente.

La revisión de salarios contractuales continúa en niveles elevados, destacando las del sector privado, que a septiembre promediaron un 8.2 % de incremento, comparado con un 4.5 % en las del sector público; ambas cifras se ubican por encima de las observadas en agosto. En mi opinión, el riesgo de una espiral salarios-precios se ha incrementado significativamente al considerar los importantes incrementos salariales acumulados, la continuación de la política del Gobierno Federal de aumentos al salario mínimo para los próximos dos años, acompañados de una menor productividad laboral y los elevados niveles de inflación que se prevén a lo largo de 2023. Ello impondría un reto aún mayor para el combate a la inflación.

En cuanto al crédito de la banca comercial a las empresas, en el tercer trimestre presentó nuevamente una variación real positiva, con lo que continúa su gradual recuperación y se observa una mejoría en la demanda

de financiamiento por parte de las empresas, si bien las condiciones de otorgamiento continúan siendo astringentes.

Por su parte, el crédito al consumo mantiene una tendencia positiva en términos reales, aunque se anticipa un menor ritmo en los siguientes meses ante la desaceleración prevista. En el agregado, la banca ha mantenido niveles acotados de riesgo crediticio donde los índices de morosidad han venido disminuyendo para todas las carteras.

Por otro lado, el índice de condiciones financieras para México muestra que estas continúan en una zona de apretamiento, derivado principalmente de presiones persistentes en el mercado de deuda, el riesgo país, la inflación y el crecimiento económico.

A pesar del contexto de incertidumbre y volatilidad global, así como de un sentimiento de mayor aversión al riesgo, durante el periodo, el peso mexicano registró una apreciación de alrededor de 4 % frente al dólar, manteniendo su resiliencia en comparación con monedas de sus pares emergentes y mostrando una mejoría en sus condiciones de operación en cuanto a liquidez y profundidad.

En línea con la tendencia global, el mercado accionario presentó un incremento de 12 %, derivado de resultados trimestrales favorables.

Las condiciones en el mercado de deuda gubernamental mostraron un comportamiento mixto con un empinamiento de la curva de rendimientos, observando variaciones de entre -7 y +27 puntos base en el sector de corto y mediano plazo, e incrementos de hasta 23 puntos base en el de largo plazo.

Finalmente, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró incrementos de 86 puntos base en el nodo de un año y de hasta 19 puntos base en el resto de la curva.

Para la presente decisión de política monetaria, continúan observándose presiones inflacionarias y afectaciones en el proceso de formación de precios que, a pesar de los significativos ajustes en la postura monetaria, no han permitido la inflexión en la tendencia de las inflaciones general y subyacente.

La inflación para el mes de octubre se situó ligeramente por debajo de su nivel de septiembre. Por primera vez en más de 18 meses no fue necesario ajustar nuestros pronósticos al alza. No obstante, en mi opinión, el panorama para la conducción de la política monetaria se ha tornado más retador, ya que, a pesar de un desempeño favorable de la inflación no subyacente, la subyacente mantiene su tendencia al alza y enfrenta presiones crecientes.

Preocupa que el viento a favor en el componente no subyacente proviene principalmente de menores incrementos anuales en los precios del gas LP, que se explican en gran medida por un efecto base. En contraste, los precios de los agropecuarios se mantienen elevados en niveles de dos dígitos.

Por su parte, la inflación subyacente hiló 22 meses consecutivos de incrementos, tanto en mercancías como en servicios, alcanzando nuevos máximos históricos de 8.42 %. Preocupa que, a pesar de las menores presiones provenientes de las cadenas de suministro, de costos de transporte y de energéticos, la inflación de mercancías, y en particular de los alimentos, continúen aumentando, y que más del 70 % de sus genéricos mantienen niveles superiores al 10 %.

Una mayor demanda por servicios ha impulsado una clara tendencia al alza que se espera se mantenga en los próximos meses.

Como lo mencioné anteriormente, estamos ante presiones adicionales de costos provenientes de los mercados laborales, asociadas al dinamismo del empleo, particularmente el formal, y el elevado crecimiento de los salarios nominales incompatibles con la meta de inflación. A pesar del ajuste de 525 puntos base que

hemos implementado en este ciclo de apretamiento, la estimación puntual de la brecha del producto continúa reduciéndose y estadísticamente no es distinta de cero.

Hacia delante, será crucial continuar dando seguimiento a la evolución de la inflación subyacente que se prevé alcance su máximo nivel en el cuarto trimestre del año.

A este complejo entorno, se suma el deterioro de las expectativas de inflación, tanto de las derivadas de encuestas como las implícitas en instrumentos de mercado, que muestran un incremento para el corto plazo y para los próximos 4 años, mientras que las de largo plazo se han estabilizado en un nuevo nivel de 3.6 %. En mi opinión, ello indica que el público no cree que haremos lo necesario para que la inflación converja a su meta del 3 %.

Una señal oportuna, clara y contundente es el único camino para reducir el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y del arraigo de la inercia inflacionaria. La materialización de un escenario de este tipo sería sumamente costosa en el mediano y el largo plazos.

En suma, nos enfrentamos a un proceso inflacionario persistente que se mantiene en niveles elevados con un balance riesgos sesgado al alza, actividad económica más dinámica de lo esperado, una brecha del producto reduciéndose y, simultáneamente, la expectativa de un entorno externo significativamente más adverso, caracterizado por menor liquidez, elevada volatilidad cambiaria, mayor aversión al riesgo, menor actividad económica mundial e incertidumbre sobre la profundidad y duración de la desaceleración, o incluso de recesión, así como la posibilidad de nuevos choques derivados de conflictos geopolíticos.

Todo ello exige, más que nunca, mantenernos leales a nuestro mandato prioritario de la estabilidad de precios y hacer lo necesario para procurar la convergencia de la inflación a la meta en los tiempos previstos y mitigar el deterioro en el proceso de formación de precios y los aumentos de expectativas.

Por todo lo anterior, mi intención de voto es a favor de incrementar la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base, para llevarla a 10 %.

Ante la elevada incertidumbre deberemos evaluar en cada decisión los factores que afectan a la inflación y su trayectoria esperada para definir las acciones, en cualquier dirección, que sean necesarias para lograr la convergencia al 3 %. No obstante, con base en la información disponible, es claro que será necesario mantener una postura monetaria restrictiva durante el horizonte de planeación, y que no será posible relajar las condiciones hasta en tanto no se observe una clara trayectoria descendente y sostenida de la inflación y el regreso de las expectativas a niveles cercanos a la meta de 3 %.

Como lo expresé en la ocasión anterior, considero fundamental que nuestro comunicado mencione de manera explícita que la tasa de referencia continuará aumentando, que la magnitud de los incrementos se definirá con base en la información disponible en cada ocasión y que para garantizar la convergencia al objetivo de 3 % será necesario mantener una postura monetaria en terreno restrictivo en el horizonte de planeación. En mi opinión, ello no limitaría el margen de maniobra para las próximas decisiones, y podría contribuir con mayor eficacia a la efectividad de la política monetaria y, así, minimizar los costos del ajuste desinflacionario.

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Desde la última reunión de política monetaria, la economía mexicana ha seguido enfrentando un entorno complejo e incierto, caracterizado por presiones inflacionarias profundas, generalizadas y persistentes, así como por condiciones monetarias y financieras apretadas en el nivel global.

En el ámbito externo, si bien para el tercer trimestre de 2022 se prevé cierta recuperación de la actividad económica global, las perspectivas hacia delante se han seguido deteriorando. La moderada reactivación

estimada para dicho trimestre respondería, primordialmente, al repunte en la economía estadounidense y a la reapertura de actividades productivas en China. No obstante, otras economías, principalmente europeas, han registrado un debilitamiento en su ritmo de expansión. En este contexto, las perspectivas de crecimiento en diversas economías para el próximo año se redujeron. Por su parte, los mercados laborales en las principales economías avanzadas siguieron mostrando fortaleza. El balance de riesgos para el crecimiento económico mundial se ha mantenido sesgado a la baja y sujeto a una elevada incertidumbre ante los riesgos asociados a la evolución de la pandemia, a tensiones geopolíticas y al ciclo de apretamiento monetario internacional.

La inflación global ha seguido elevada. En diversas economías avanzadas y emergentes la inflación se mantuvo en niveles no vistos en décadas y significativamente por encima de las metas de sus bancos centrales. La dinámica inflacionaria ha obedecido a la persistencia de los desbalances entre oferta y demanda en diversos mercados, así como a los todavía elevados precios de las materias primas alimenticias y de los energéticos. No obstante, las presiones sobre los precios de algunas materias primas y las disrupciones en las cadenas globales de suministro recientemente se han atenuado. En este contexto, en algunas economías se ha observado cierta disminución en la inflación general, atribuible en buena medida a la moderación de las presiones sobre los precios de los energéticos, como el gas natural. Adicionalmente, hacia delante persisten riesgos e incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación en el nivel global.

En este entorno de alta inflación, la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes siguieron ajustando al alza sus tasas de referencia y se espera que continúen dicho proceso. Adicionalmente, la mayoría de los bancos centrales ha mencionado que una vez que finalice su ciclo de alzas, mantendrían las tasas de referencia en niveles elevados por un lapso prolongado. La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de noviembre incrementó en 75 puntos base el rango para la tasa de fondos federales, acumulando 375 puntos base desde que comenzó el ciclo alcista en marzo pasado. Además, su presidente afirmó que ahora prevén un nivel de tasa terminal de su ciclo de alzas mayor al anticipado en la reunión anterior, sin que ello implique que el siguiente incremento no pueda ser de menor magnitud.

Otras autoridades monetarias, como los bancos centrales de Australia, Canadá y Noruega aumentaron sus tasas de política monetaria en una magnitud menor a la que se esperaba y otros, como el Banco Central de Brasil, anunciaron que ya finalizaron este proceso. Hacia delante, no puede descartarse la posibilidad de que en las próximas reuniones de política monetaria otros bancos centrales moderen el ritmo del apretamiento monetario o incluso que este llegue a su fin.

En el ámbito interno, la actividad económica ha venido recuperándose con dinamismo en lo que va del año. En particular, la información oportuna indica que en el tercer trimestre del año la actividad económica mantuvo un ritmo de recuperación similar al de los dos trimestres previos y mayor al previsto. Dicho crecimiento fue generalizado entre los grandes sectores de actividad. Con estos resultados, las condiciones de holgura habrían seguido reduciéndose.

El comportamiento de la actividad económica en el país ha estado apoyado en la reactivación de los servicios, en un contexto de menores casos de contagio por COVID-19, y en el buen desempeño que mantienen las manufacturas, las cuales recientemente han estado apoyadas por una mayor producción del sector automotriz.

El consumo privado mostró una reactivación moderada en el mes de agosto, luego de la desaceleración mostrada en los meses anteriores. Principalmente como resultado de un aumento en el consumo de bienes y servicios de origen nacional. Por su parte, la inversión fija bruta ha mostrado debilidad, aunque igualmente mostró una cierta mejoría en su lectura de agosto. En su interior, la inversión en construcción presenta una incipiente tendencia a la baja. En cuanto a la demanda externa, en el tercer trimestre el valor de las exportaciones manufactureras en términos desestacionalizados siguió creciendo, destacando los incrementos de las exportaciones automotrices.

El mercado laboral mostró cierto estancamiento en su recuperación en el tercer trimestre. En particular, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar fueron similares a las del trimestre previo y se mantuvieron por debajo de sus niveles previos a la pandemia. En este contexto, las tasas de desocupación nacional y urbana se mantuvieron en niveles bajos.

Se anticipa que la economía mexicana continúe enfrentando un entorno de mayor debilidad económica y elevada incertidumbre en el nivel global.

La inflación en nuestro país siguió resintiendo 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. Si bien se observó recientemente cierta mejoría en el funcionamiento de las cadenas globales de producción y de distribución, así como cierta reducción en los precios de algunas materias primas, estos todavía mantienen niveles elevados lo que, en combinación con los efectos rezagados de sus incrementos previos, mantienen la presión sobre diversos costos de producción. Ello ha afectado de manera generalizada los precios de los bienes y servicios que componen la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor.

En octubre de 2022, la inflación general anual se situó en 8.41 %. Si bien esta descendió respecto de la cifra de 8.70 % registrada en septiembre, todavía se perciben presiones considerables, principalmente en el componente subyacente. En dicho mes, la inflación subyacente anual se ubicó en 8.42 %, extendiendo la trayectoria al alza que presenta desde diciembre de 2020. Este comportamiento reflejó incrementos adicionales en la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias, que ya se situaba en niveles elevados, y que en ese mes alcanzó 13.95 %. Aunque en menor medida, la inflación anual de las mercancías no alimenticias también siguió enfrentando presiones. Asimismo, los servicios también han continuado resintiendo mayores costos de operación, en un contexto de un aumento en la demanda ante la mayor movilidad de la población. La inflación no subyacente anual se mantuvo en niveles elevados, registrando 8.36 % en octubre de 2022. Sin embargo, esta cifra representa una disminución en el margen, la cual está asociada a reducciones en los precios del gas LP reflejando, a su vez, el comportamiento de sus referencias internacionales.

En esta ocasión la revisión de los pronósticos para la inflación en México es moderada. Para el corto plazo, incluso refleja cierto ajuste a la baja ante las menores presiones en el componente no subyacente. Sin embargo, para el componente subyacente la revisión es marginalmente al alza. En este contexto, se anticipa que la inflación comience a disminuir a principios de 2023, para converger a niveles cercanos al objetivo de inflación hacia el tercer trimestre de 2024.

Al evaluar el sesgo del balance de riesgos para la trayectoria prevista de inflación, vale la pena considerar que algunos de los choques que han venido afectando a la inflación han comenzado a mostrar señales de mitigación. Por ejemplo, como se mencionó, algunos indicadores de disrupciones de cadenas de producción o de costos de transporte han mostrado cierta mejoría, al tiempo que los precios de algunas materias primas han mostrado cierta estabilización, sin dejar de mostrar volatilidad. Sin embargo, todavía se considera que el balance de riesgos que podrían incidir en la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico está sesgado al alza. Destaca el riesgo de una mayor persistencia de la inflación subyacente sobre todo considerando los elevados niveles que ha alcanzado. También existe el riesgo de que la pandemia y el conflicto geopolítico continúen presionando los precios de diversos bienes y servicios. Asimismo, no se pueden descartar episodios de depreciación cambiaria, considerando la posibilidad de eventos de volatilidad en los mercados financieros internacionales. También podrían observarse mayores presiones por mayores costos asociados a las condiciones de contratación o salarios. Entre los riesgos a la baja destaca una desaceleración mayor a la anticipada de la actividad económica mundial que pudiera implicar menores niveles de inflación en el nivel global, 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.

En cuanto a las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado que estima el Banco de México, las de largo plazo para la inflación general promedio de 6 a 10 años, pasaron de 3.22 % en agosto de este año a 3.26 % en octubre. Respecto de las expectativas provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre los analistas del sector privado, las de largo plazo para la general, 5 a 8 años, de agosto a octubre se mantuvieron en 3.60 %, mientras que las del componente subyacente se incrementaron de 3.50 a 3.55 % en el mismo periodo. Si bien el aumento en estas últimas ha sido moderado, su distribución se ha sesgado hacia valores más altos que la mediana. En este contexto, es importante permanecer vigilantes respecto de que no sigan aumentando, pues ello dificultaría el panorama para el Banco en cuanto al cumplimiento de llevar a la inflación a su meta. Por su parte, las de mediano plazo para la general, 1 a 4 años, aumentaron de 3.85 a 4.0 % entre agosto y octubre, al tiempo que las correspondientes a la inflación subyacente lo hicieron de 3.80 a 4.0 %. Al respecto, si bien estas pudieran estar influidas por la percepción de que los choques por los que estamos transitando puedan ser más duraderos, también es primordial procurar que no sigan incrementándose.

Con respecto a los mercados financieros nacionales, las tasas de interés de corto plazo se incrementaron ante el ciclo de alzas en la tasa de referencia que ha seguido el Banco de México. Por su parte, las de mediano y largo plazos mostraron cierta volatilidad. Ello en línea con la dinámica de las tasas de interés de esos plazos en el nivel global. En cuanto al mercado cambiario, después de nuestra última decisión de política monetaria, el peso mexicano ha seguido mostrando un desempeño positivo. Lo anterior a pesar del contexto externo complejo caracterizado por condiciones monetarias y financieras internacionales apretadas, riesgos de una recesión económica global y tensiones geopolíticas. A la resiliencia de la moneda nacional han contribuido los sólidos fundamentos macroeconómicos del país, así como los niveles relativamente elevados de los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos ajustados por la volatilidad de la moneda nacional. Ello reflejo de la respuesta de política monetaria que ha venido implementando el Banco de México en su firme compromiso con su mandato.

Al respecto, es importante destacar que la estabilidad cambiaria no significa que exista un objetivo para el nivel del tipo de cambio. De acuerdo con la teoría económica, con una cuenta financiera de la balanza de pagos abierta y, en consecuencia, libre movilidad de capitales, una economía no puede tener simultáneamente un objetivo para el tipo de cambio y una política monetaria independiente, donde esta última se entiende como aquella enfocada en objetivos domésticos, como alcanzar y mantener una inflación baja y estable dentro del país. Al tener un régimen de tipo de cambio flexible en México, hemos optado por seguir una política monetaria independiente enfocada en la estabilidad de precios, por lo que el tipo de cambio debe continuar funcionando como un amortiguador de los choques que enfrente nuestra economía.

Dadas las condiciones económicas prevalecientes, considero que un ajuste al alza de 75 puntos base en la tasa de referencia mandaría un mensaje claro sobre el compromiso del Banco de México con la consecución de su mandato prioritario. En términos de la postura monetaria absoluta, un incremento de esa magnitud permitiría que la tasa real *ex ante* se consolide inequívocamente en terreno restrictivo. Ello es relevante ya que ante los choques inflacionarios profundos y persistentes que se han enfrentado, se requiere de una postura monetaria restrictiva para contener la inflación y contribuir a que esta comience a disminuir hacia la meta del Banco Central. Ante una inflación subyacente que todavía no comienza a disminuir y un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza, se requiere de un apretamiento monetario adicional al que hemos logrado.

En términos de la postura monetaria relativa, con un incremento de 75 puntos base en esta decisión se mantendría un diferencial de tasas de referencia de 600 puntos base entre México y Estados Unidos. Al respecto, es relevante enfatizar la manera en que las acciones de la Reserva Federal se consideran en nuestras decisiones de política monetaria. La economía mexicana es una economía pequeña y abierta con un elevado grado de integración comercial y financiera con la economía estadounidense. Bajo estas circunstancias, es normal que acontecimientos en esta última, como las acciones implementadas por la Reserva Federal, tengan repercusiones sobre la economía nacional, en particular sobre la evolución de la inflación. Asimismo, en el episodio actual de choques inflacionarios significativos en el nivel global, México,

al igual que los Estados Unidos, ha enfrentado presiones inflacionarias significativas. En este contexto, los bancos centrales de ambas economías se encuentran en un ciclo de apretamiento monetario. Sin embargo, esto no significa que el Banco de México siga de manera mecánica a la Reserva Federal. Es relevante reiterar que el Instituto Central conduce la política monetaria en función de su mandato prioritario. En este proceso considera todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas, incluidas desde luego las acciones de la Reserva Federal. Sin embargo, este no es el único factor que se toma en cuenta.

En función de los argumentos expresados, mi voto 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 10 %.

Hacia delante, es importante llevar la tasa de referencia a un nivel más alto con la finalidad de mantener el anclaje de las expectativas de inflación y propiciar la reducción de la inflación a su meta. Para decidir la magnitud de los próximos ajustes al alza en la tasa de referencia, deben considerarse las condiciones económicas prevalecientes, así como el camino que ya hemos recorrido en este ciclo alcista y que ya nos encontramos en terreno restrictivo.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 10 de noviembre de 2025

www.banxico.org.mx