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 28 de septiembre de 2023

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 28 DE SEPTIEMBRE DE 2023

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 27 de septiembre de 2023.

Asistentes:
Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Omar Mejía Castelazo, Subgobernador.
Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Eduardo Magallón Murguía, Secretario suplente de la Junta de Gobierno.

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

OMAR MEJÍA CASTELAZO

La economía global ha mostrado mayor dinamismo a lo esperado, con diferencias entre economías avanzadas y emergentes. Aunque se sigue anticipando una desaceleración durante el próximo año. En este sentido, indicadores adelantados continúan apuntando hacia una debilidad de las manufacturas y recientemente a una desaceleración de servicios.

Los mercados laborales continúan apretados, no obstante, datos recientes señalan un posible relajamiento en algunas regiones. Los salarios nominales muestran un comportamiento mixto, con incrementos en economías como la zona del euro y el Reino Unido, mientras que en Estados Unidos muestran una trayectoria a la baja. Asimismo, en ese país indicadores como la nómina no agrícola, solicitudes por seguro de desempleo, así como el número de plazas vacantes apuntan hacia un mejor balance entre oferta y demanda. Cabe destacar que la reducción de vacantes al no estar acompañada de mayor desempleo, indica que hay espacio para mantener cierto dinamismo económico, congruente con un escenario de aterrizaje suave.

No obstante, el balance de riesgos para la actividad global continúa sesgado a la baja ante factores como la debilidad mayor a lo previsto en China y al efecto de la política monetaria restrictiva. Por su parte, las huelgas en el sector automotriz en Estados Unidos podrían causar deterioros en la producción del sector, así como generar afectaciones en las cadenas de suministro.

La inflación general mundial ha continuado descendiendo, aunque permanece por encima de los objetivos de los bancos centrales. La subyacente continúa mostrando persistencia. No obstante las disminuciones observadas, la experiencia internacional demuestra que el proceso desinflacionario podría ser no lineal ante los retos que prevalecen en el panorama inflacionario, tales como repuntes en algunas materias primas, que presionen el nivel general de precios como se ha observado en algunas economías avanzadas.

En esta coyuntura de resiliencia económica, si bien con ciertas diferencias entre regiones y con repuntes en la inflación de algunas economías, se ha acentuado la heterogeneidad en los ciclos monetarios.

Por un lado, algunos bancos centrales en economías avanzadas han mantenido sus tasas de referencia y comunicaron que están cerca de alcanzar una postura congruente con la convergencia de la inflación. Como la Reserva Federal, que mantuvo su objetivo para la tasa, no obstante, destaca que la mediana de sus proyecciones la ubica, al cierre de 2024 y 2025, en un rango de 50 puntos base por encima de sus pronósticos previos, lo que se ha interpretado como una reafirmación de mantener las tasas altas por más tiempo. Asimismo, revisaron al alza sus proyecciones de actividad. En este contexto de fortaleza económica, sus previsiones indican que la inflación regresará a su meta durante el primer trimestre de 2026. Por su parte, el Banco de Inglaterra pausó su ciclo de alzas. En su comunicado, argumentó que las tasas serán restrictivas por un periodo suficientemente largo, en línea con la narrativa de otros bancos centrales. Asimismo, a pesar de observar signos de que los efectos de la política monetaria se han transmitido al mercado laboral y a la economía, esperan que la inflación converja hacia el segundo trimestre de 2025.

Por otro lado, algunos bancos centrales de América Latina continuaron recortando sus tasas, como los de Brasil y Chile, mientras que el Banco de Perú recortó su tasa por primera vez ante preocupaciones sobre la actividad económica.

Los mercados financieros internacionales continuaron mostrando volatilidad ante una elevada sensibilidad a la publicación de cifras económicas. Asimismo, se observaron incrementos importantes en las tasas de mayores plazos en algunas economías avanzadas, así como una apreciación generalizada del dólar, dada la expectativa de tasas elevadas por más tiempo.

Respecto a la actividad económica en México, se actualizó el sistema de cuentas nacionales. Esta revisión indica que la recuperación posterior a la pandemia fue mayor a la previamente estimada.

La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la economía continúa mostrando dinamismo. La construcción sigue apoyando la actividad industrial, principalmente por las obras de ingeniería civil. El equipo de transporte ha contribuido al crecimiento de las manufacturas, no obstante, estas continúan débiles en línea con la actividad manufacturera en Estados Unidos. En cuanto a los servicios, estos son los que más han contribuido al crecimiento, aunque algunos rubros muestran una moderación.

Por su parte, el consumo y la inversión continuaron mostrando dinamismo. El consumo ha estado apoyado por el de bienes importados, mientras que el de servicios muestra cierta desaceleración e indicadores oportunos sugieren que esta podría continuar. La inversión ha crecido a tasas elevadas, impulsada principalmente por el componente no residencial y el de maquinaria y equipo.

En este contexto de dinamismo, el mercado laboral continuó mostrando fortaleza. Las tasas de desocupación se mantienen en niveles históricamente bajos. Asimismo, las tasas de participación y subocupación están muy cercanas a sus promedios históricos. Mientras que el indicador de población no ocupada con posibilidad de ocuparse se encuentra en niveles mínimos. Por su parte, si bien los salarios aún muestran crecimientos elevados, recientemente han mostrado una desaceleración, lo cual podría indicar una moderación de este mercado.

Ante las cifras de una recuperación más rápida y considerando un mayor impulso a la actividad económica para 2024, la estimación puntual de la brecha del producto se volvió ligeramente positiva en el horizonte de pronóstico, no obstante, continuará sin ser estadísticamente distinta de cero.

El financiamiento total a la economía siguió mostrando heterogeneidad, con reducciones del financiamiento externo y expansión del interno. Este último ha estado impulsado por el dirigido a las empresas y al consumo, reflejo del desempeño favorable de la economía y la fortaleza del mercado laboral.

Los mercados financieros nacionales mostraron un sesgo negativo. Ello respondió principalmente a la narrativa adoptada por los principales bancos centrales. El peso operó en un rango amplio y se depreció 2.7 %, no obstante, las condiciones de operación se mantuvieron adecuadas. Me gustaría resaltar que, en

este periodo, la Comisión de Cambios anunció la disminución del programa de coberturas, ante una menor demanda de estas. La reacción de analistas y operadores fue favorable. Y si bien luego del anuncio, la moneda se depreció y registró volatilidad, este comportamiento fue de corta duración y estuvo mayormente asociado a la apreciación generalizada del dólar. Por su parte, la curva de rendimientos registró incrementos de alrededor de 80 puntos base en sus nodos de mediano y largo plazo, mientras que los de corto plazo, mostraron incrementos menores. Por su parte, las primas de riesgo soberano se mantuvieron con movimientos acotados, registrando incrementos recientes mayormente relacionados con factores globales.

En cuanto a la inflación, empezaría destacando que, si bien permanecen retos, hemos ya recorrido un buen trecho del proceso desinflacionario. Al respecto, notaría que la general ha disminuido 426 puntos base desde su pico, ubicándose en 4.44 % en la primera quincena de septiembre. Asimismo, la subyacente ha caído 273, con una reducción marcada en los últimos meses, cediendo 231 puntos base desde abril, para ubicarse en 5.78 %. Por su parte, la no subyacente cayó poco más de 1000 puntos base, alcanzando mínimos históricos de 0.48 %.

En línea con este avance, se ha observado una reducción importante en la fracción de la canasta del INPC con variaciones extremas. Así, tanto en el componente general como en el subyacente, el porcentaje con variaciones mensuales anualizadas mayores a 10 %, pasó de cifras mayores a 40 % en 2022 a 11.3 y 7.4 %, respectivamente. Asimismo, después de que en 2022 la frecuencia de revisión de precios se ubicó por encima de sus promedios históricos, durante este año se ha observado un comportamiento más en línea con estos. Si observamos las variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas, durante 2022 estas promediaron 7.88 y 8.35 % para el componente general y subyacente, respectivamente, mientras que para los últimos 3 meses estas cifras son 5.48 y 4.48 %, respectivamente.

No obstante estas mejores lecturas, aún se observa una velocidad de reducción heterogénea entre los componentes. Al interior de la subyacente las mercancías han caído más notoriamente que los servicios, con una disminución de 493 y de 56 puntos base desde sus respectivos picos. De esta forma las mercancías han reflejado de manera más rápida la caída en las referencias internacionales de materias primas y la mejoría en las cadenas de suministro. En cambio, considero que los servicios aún siguen afectados por la conjunción de diversos factores.

Aquí me gustaría elaborar sobre estos elementos. Primero que, ante la diversidad, profundidad y duración de los choques globales, los servicios también se vieron afectados. Esto es relevante porque típicamente se asocia la evolución de este componente con la dinámica interna y no se suele pensar en que reflejen choques externos. El segundo factor es el cambio en los patrones de consumo. Por último, hay que considerar que en la coyuntura actual destaca la resiliencia de la actividad económica y la fortaleza del mercado laboral.

Al respecto del cambio en los patrones de consumo, con base en información de la ENIGH se puede estudiar la evolución de la proporción del gasto en algunos rubros de servicios a raíz de la pandemia. Por ejemplo, la fracción dedicada a esparcimiento pasó de 2.5 % en 2018, a 1.4 % en 2020 y a 1.9 % en 2022; para la educación estas cifras son 8.6, 5.9 y 7 %, en estos mismos años. Si bien para 2022 estos rubros de gasto no se habían recuperado completamente, probablemente seguimos observando una normalización de estos patrones durante 2023, lo que podría explicar parte del alza en los precios de esos rubros. En adición, considero que podría haber cambios más permanentes en estos patrones, pero que por ahora es difícil de identificar.

Por otra parte, hay evidencia que en las mercancías hubo un mayor traslado del incremento acumulado de los costos hacia los precios finales, respecto a lo observado en los servicios, lo anterior ante una mayor demanda que enfrentaron las primeras. Mientras que, en el sector de servicios, ante la debilidad de la demanda que enfrentaron, no han podido trasladar completamente estos aumentos de costos a los consumidores.

Por último, añadiría que los dos fenómenos anteriores se dan en un contexto de dinamismo de la economía y del mercado laboral. Lo que a través del incremento de la demanda y de los salarios podría estarse reflejando en una reducción de la inflación de servicios más gradual ante la mitigación de los choques. No obstante, considero necesario distinguir que la resiliencia de la actividad explica la lentitud en el ritmo de disminución de la inflación de servicios, y no necesariamente sus niveles elevados, esta distinción es relevante para la conducción de la política monetaria.

Así, esta persistencia de los servicios, que ha sido mayor a la anticipada, implica una reducción más gradual de la inflación subyacente, lo que nos lleva a hacer una revisión al alza de nuestro pronóstico de inflación y a ajustar la convergencia del cuarto trimestre de 2024 al segundo de 2025. Considerando esta trayectoria para la inflación, su balance de riesgos no se ha deteriorado, no obstante, este se mantiene sesgado al alza.

En cuanto a la evolución de las expectativas de inflación, las medianas para los diferentes horizontes mostraron cambios acotados. No obstante que las medidas de tendencia central prácticamente se mantuvieron sin cambios, quisiera destacar que se continúan observando mejorías en su distribución, con aumentos en la proporción de analistas esperando menor inflación.

En este contexto, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25 %. En esta ocasión se está revisando al alza el pronóstico de inflación como consecuencia de que la de servicios ha mostrado una persistencia mayor de la anticipada, lo que nos lleva a ajustar la convergencia. Ante la prevalencia de retos en el panorama inflacionario, como este que se ha materializado, se hace evidente la pertinencia de haber comunicado una pausa prolongada.

Reconozco los avances en el proceso desinflacionario, con una disminución de 426 puntos base en la general desde su máximo el año pasado. Sin embargo, la convergencia se ha vuelto más lenta y el principal reto sigue siendo la persistencia de la subyacente, en particular la de los servicios.

Se ha observado que, ante la debilidad de la demanda que enfrentaron, el traslado del aumento de costos a los precios de los servicios ha sido menor que en las mercancías. Es así que, algunos rubros del sector servicios continúan recuperándose, pues siguen reflejando los efectos de los cambios en los patrones de consumo derivados de la pandemia, además de que el dinamismo del mercado laboral también ha contribuido a su persistencia.

Lo anterior, nos da elementos de por qué el proceso desinflacionario podría ser no lineal y experimentar repuntes hacia adelante, como ha sucedido en otras economías.

Así, considero que, ante una mayor persistencia de la inflación subyacente, lo conducente es seguir siendo cautelosos con la postura monetaria ya alcanzada.

Al respecto, destacaría que la tasa real *ex ante* de corto plazo se encuentra aproximadamente 350 puntos base por encima del límite superior del rango de la tasa neutral, y que fue hasta septiembre del 2022 que esta se ubicó en terreno restrictivo. En adición, considero que la comunicación ha sido una importante herramienta complementaria que, sin ser demasiado explícita, ha permitido transmitir al mercado de manera apropiada nuestra visión sobre el panorama inflacionario. Así, se anticipa que la postura monetaria apuntalada en los dos ejes anteriores siga operando en los siguientes trimestres a través de los diferentes canales.

El ajuste monetario ha propiciado una recomposición en la tenencia de activos hacia aquéllos de mayor plazo por parte de hogares y empresas. El tipo de cambio, en términos reales, se ha apreciado en alrededor de 24 % desde que inició el ciclo de alzas. Asimismo, observo que, aunque desde mayo se ha mantenido sin cambio el nivel de la tasa de referencia, no se han observado reducciones de las tasas de interés de largo plazo o un relajamiento de las condiciones financieras. Ello indica que, a pesar de haber iniciado este

periodo de pausa, gracias a la comunicación se ha evitado un relajamiento prematuro de la postura monetaria.

Todo ello ha ayudado a que las expectativas de inflación, que desempeñan un papel relevante en nuestro régimen monetario, se mantengan ancladas y que las afectaciones en su distribución hayan mostrado mejoras. Pues aun y cuando no se ha incrementado la tasa de referencia, la real *ex ante* sí ha aumentado. Por lo que este apretamiento pasivo también nos permite atender los diversos riesgos que prevalecen.

Considero que, ante los riesgos descritos, aún no es el momento para discutir recortes, por ello creo pertinente reafirmar nuestro mensaje de que la tasa de referencia se mantendrá en su nivel actual por un tiempo prolongado. De esta forma la postura monetaria seguirá contribuyendo al proceso desinflacionario en congruencia con el mandato prioritario de estabilidad de precios.

GALIA BORJA GÓMEZ

Los indicadores más oportunos sugieren que durante el tercer trimestre del 2023, la actividad económica global se expandió a un ritmo mayor al anticipado. No obstante, existe divergencia entre el dinamismo de Estados Unidos y la menor actividad en la zona del euro, así como en algunas economías emergentes incluyendo China.

Para esta última economía en particular, los estimados de crecimiento se han revisado a la baja por lo que las autoridades han implementado diversas medidas para estimular la actividad. Dicha perspectiva, sumada a problemas con el pago de obligaciones por parte de algunas empresas de construcción en ese país, ha afectado desfavorablemente las proyecciones de otras economías emergentes con quienes tiene fuertes vínculos comerciales, lo que ha implicado un desarrollo más heterogéneo.

Asimismo, el crecimiento en la producción de varias economías no se ha visto reflejado en un mayor volumen del comercio internacional, en gran parte debido a que, desde hace algunos años las restricciones comerciales han aumentado constantemente, lo que puede significar un cambio en las fuentes de crecimiento en comparación a lo observado en las últimas décadas. En este sentido, los determinantes internos y regionales están cobrando relevancia.

En Estados Unidos, la probabilidad de que ocurra una recesión en los próximos trimestres continúa disminuyendo, mientras que el mercado laboral se mantiene sólido, aunque ha mostrado algunas señales mixtas.

En materia de precios, en el ámbito internacional la inflación se ha reducido de manera significativa desde las máximas lecturas del 2022**.** No obstante, aún se encuentra en niveles elevados y el descenso del componente subyacente ha sido más gradual, lo que sigue generando incertidumbre sobre la velocidad de convergencia a los objetivos de los bancos centrales.

Más recientemente, debido al incremento en los precios del petróleo, en algunas economías se registró un repunte de la inflación**,** lo que nos advierte que nuevas perturbaciones en los mercados de energía o de alimentos implican riesgos para el proceso desinflacionario global.

A medida que la inflación ha retrocedido, las acciones de los bancos centrales han tendido a ser más cautelosas, tomando en consideración la restricción ya alcanzada, los rezagos de la política monetaria y las condiciones particulares de cada economía. Con excepción de Japón, en la mayoría de las economías avanzadas, los bancos centrales han seguido aumentando sus tasas de interés o reduciendo sus hojas de balance. Aunque se percibe que se encuentran cerca del fin de su ciclo monetario, no se descartan incrementos adicionales en el resto del año y, una vez que alcancen su tasa terminal, no se anticipan disminuciones antes del primer trimestre de 2024.

Por su parte, en las economías emergentes, diversas autoridades monetarias han optado por no implementar cambios en sus tasas de referencia, mientras que algunas otras, cuyas perspectivas de actividad apuntan a una desaceleración, han empezado a relajar su restricción. En este sentido, las acciones de los bancos centrales han comenzado a diferenciarse en atención a las características de su propio ciclo, aunque en todos los casos permanecen vigilantes sobre la evolución de la inflación.

En el caso del Sistema de la Reserva Federal, en su reunión de septiembre, mantuvo la tasa de referencia sin cambio en un rango entre 5.25 y 5.50 %, destacando la solidez del mercado laboral. En la conferencia de prensa, el presidente de esta institución no descartó un aumento adicional durante el resto del año y reforzó el mensaje sobre que se requerirán tasas elevadas por un periodo más prolongado. Indicó que falta un largo camino por recorrer en el proceso desinflacionario y que la institución mantendrá un enfoque cauteloso y dependiente de los datos. En línea con estos comentarios, la mediana de las expectativas sobre la tasa de fondos federales para el cierre de 2024 y de 2025 aumentaron.

Los mercados financieros han mostrado una elevada sensibilidad a la publicación de cifras económicas que refuerzan la expectativa de que las tasas de política monetaria permanecerán elevadas por mayor tiempo. De esta manera, las tasas de interés en los mercados avanzados han aumentado y el dólar estadounidense se continúa fortaleciendo contra la mayoría de las divisas.

El peso mexicano operó con un rango amplio desde nuestra última reunión, reaccionando a la nueva información económica, a la expectativa de mayor astringencia monetaria por parte de los bancos centrales y a factores idiosincráticos, entre los que destacó el anuncio de la Comisión de Cambios. Esta comunicó que se reducirá gradualmente el programa de coberturas cambiarias, debido a que las condiciones de operación poseen niveles adecuados de liquidez, profundidad y se percibe un funcionamiento ordenado del mercado.

A pesar de que se observó un repunte momentáneo en la volatilidad de la moneda, el peso ha sido capaz de absorber diversos choques sin presentar una depreciación abrupta, en un contexto de sólidos fundamentos macroeconómicos y un amplio diferencial de tasas.

En el mercado de renta fija, la curva de rendimiento presentó incrementos prácticamente en todos sus nodos de hasta 80 puntos base, en especial en la parte media y larga, en línea con lo observado en los mercados internacionales. Las condiciones de liquidez de este mercado siguen sin alcanzar las lecturas previas al inicio de la pandemia.

Asimismo, las expectativas implícitas para la trayectoria de la tasa de política monetaria en los *swaps* de TIIE presentaron un ajuste al alza y descuentan con mayor probabilidad que no habrá cambios en el nivel de la tasa de fondeo hasta el inicio de 2024, lo cual se encuentra en línea con lo anticipado por los especialistas del sector privado. Adicionalmente, se moderó la expectativa de recortes a lo largo del horizonte.

En cuanto a la actividad económica del país, la información más oportuna sugiere que esta sigue expandiéndose durante el tercer trimestre del año, lo que implicaría ocho trimestres consecutivos de crecimiento. Asimismo, con el cambio de año base de 2013 a 2018, la economía habría presentado una dinámica más elevada en los dos años anteriores y la recuperación al nivel prepandemia habría ocurrido en el segundo trimestre de 2022, al tiempo que cerca del 80 % de los subsectores de la economía ya registran actividad por encima de lo observado antes de febrero de 2020.

A su interior, la actividad industrial continuó avanzando apoyada por una fuerte expansión de la construcción en obras de ingeniería civil, en especial las atribuibles a las obras públicas ferroviarias, de petróleo y petroquímicos; mientras que las manufacturas se mantienen estables, pese a la atonía de aquellas distintas a equipo de transporte.

Las actividades terciarias siguen mostrando un desempeño heterogéneo. Aunque desde una perspectiva de mediano plazo, el sector ha sido muy dinámico tras el proceso de reapertura, particularmente en actividades de esparcimiento, información en medios masivos y servicios profesionales, científicos y técnicos.

Del lado de la demanda interna, existe un importante crecimiento del consumo privado, con niveles elevados tanto de los bienes importados como de los duraderos**.** Destaca que el consumo de servicios está presentando una velocidad mayor a la de los bienes nacionales, lo que en buena medida puede explicarse como parte de la normalización de los patrones de gasto de las familias. Por su parte, la inversión del país, tanto pública como privada, ha tenido un fuerte impulso, en especial en la construcción no residencial y en maquinaria y equipo.

En cuanto a la demanda externa, la exportación automotriz muestra una tendencia al alza a lo largo del 2023**,** lo que ha compensado el déficit de la balanza no petrolera no automotriz y ha permitido reducir el déficit comercial en los ocho primeros meses del año, respecto al mismo periodo de 2022**.** De esta manera, veo prácticamente a todos los componentes de la demanda del país operando con fuerza y dinamismo.

En el mercado laboral acontece una situación similar. Los datos de la ENOE al mes de julio siguen exhibiendo crecimiento en la participación laboral y en la razón de ocupación, mientras que las tasas de desocupación tanto rurales como urbanas se encuentran en niveles históricamente bajos**.** Si bien la creación de empleos formales parece estar desacelerándose respecto a lo observado en 2021 y 2022, esta se mantiene por encima de sus promedios históricos y la población no ocupada con posibilidades de emplearse ha disminuido significativamente, en especial de las mujeres.

De esta manera, el sector presenta una menor holgura. En adelante serán relevantes los resultados de las negociaciones salariales, mismas que en estos momentos, mantienen variaciones anuales elevadas.

En este entorno, la inflación general continuó descendiendo y para la primera quincena de septiembre alcanzó una variación anual de 4.44 %, apoyada por una disminución del componente subyacente que registró una tasa de 5.78 % para el mismo periodo. En el interior de este subíndice la variación anual de las mercancías alimenticias disminuyó a 7.73 %, la de las mercancías no alimenticias registró un descenso a 4.74 % y la de los servicios disminuyó a 5.08 %. Todas estas lecturas aún se encuentran por encima de la meta de inflación.

Por su parte el componente no subyacente exhibió una lectura de 0.48 %, debido a incrementos en las tasas anuales tanto de las frutas y verduras como de los energéticos, en especial del gas doméstico L.P. debido en mayor medida a los menores efectos base que habíamos anticipado.

Distintas métricas nos sugieren que el descenso de la subyacente sigue siendo gradual y se encuentra aún en niveles elevados. Las variaciones mensuales desestacionalizadas anualizadas de las mercancías han descendido notoriamente en los últimos meses. Destaca que la proporción de genéricos con variaciones menores o iguales a 3 %, ha pasado de 18 % a inicios del año a 40 % del total, duplicando el número de genéricos en mercancías con variaciones menores o iguales a la meta de inflación.

En contraste, la dinámica de los servicios ha sido más persistente. Recientemente destacan las presiones en el subcomponente de educación, superiores a su promedio de la última década. El subsector en su conjunto parece estar realizando ajustes en los precios que no pudo hacer durante la emergencia sanitaria**,** lo que implica que más que presiones adicionales estamos viendo un ajuste por el traslado de costos acumulados en los casi dos años de distanciamiento social.

Considero que este comportamiento es extensible al de los precios en varios servicios, los cuales durante la pandemia acumularon costos que fueron difíciles de traspasar debido al confinamiento, al cambio en los patrones de consumo y a la baja actividad económica, mientras que a lo largo de este año se han encontrado

menores limitantes para realizar dichos traspasos**,** lo que podría explicar la persistencia de la inflación de este componente.

Tanto por la fortaleza en la actividad como por la dinámica de precios descrita, es probable que el descenso de la inflación sea más lento de lo anticipado, por lo que nuestros pronósticos se han revisado al alza desde el cuarto trimestre de 2023 hasta el primer trimestre de 2025 y la convergencia puntual a la meta se pospuso al segundo trimestre de 2025. La nueva trayectoria de los pronósticos de inflación aún presenta retos y el balance de riesgos sigue sesgado al alza.

En cuanto a las expectativas de inflación, en las mediciones de corto plazo se tuvo un incremento en el margen para el cierre de 2023 y un ligero descenso para 2024**.** Las expectativas de más largo plazo se mantienen estables por encima de su promedio histórico. En instrumentos de mercado, la diferencia entre el aumento de tasas nominales y las reales generó un incremento en la compensación por inflación y riesgo inflacionario, el cual pudiera implicar una mayor expectativa de inflación de corto plazo y una mayor prima por riesgo inflacionario respecto a lo que observamos en nuestra decisión anterior.

En este contexto, mi voto es a favor de mantener el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25 %. Seguimos transitando por un proceso desinflacionario complejo. Diversas métricas apuntan a una trayectoria descendente y favorable de la variación de los precios en la economía, al tiempo que la dinámica de las expectativas de inflación, en varias mediciones, siguen mejorando. No obstante, el comportamiento previsto para la inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria todavía presenta retos importantes, nuestros pronósticos se ajustaron al alza para seis trimestres y se pospuso la convergencia en dos.

Esta revisión es atribuible principalmente a un deterioro de los determinantes esperados de la inflación, sobre los cuales existen distintas fuentes de incertidumbre que mantienen el balance de riesgos sesgado al alza. La dinámica de la actividad económica implica desafíos en la transmisión de la política monetaria, con un mercado laboral altamente dinámico apoyando el crecimiento del crédito y del consumo**,** al tiempo que las perspectivas para el 2024 siguen sugiriendo fortaleza.

Lo anterior, sumado a la normalización de los patrones de consumo ha conllevado a un ajuste en los precios relativos entre mercancías y servicios, cuya diferencia en sus variaciones anuales ha disminuido desde noviembre del año pasado**,** si bien en niveles elevados. Los servicios a lo largo de este año, han exhibido un mayor traspaso de costos acumulados debido a la mayor resiliencia económica y a la alta demanda que presentan algunos de ellos. Adicionalmente, en otros sectores donde los costos ya han descendido, las estructuras de mercado han facilitado que los incrementos de precios continúen, aunque en una menor magnitud. Todos estos factores han propiciado una alta persistencia de la inflación subyacente, afectando sus determinantes esperados y su balance de riesgos.

En un entorno de elevada incertidumbre como el actual, considero que nuestra postura monetaria debe mantenerse restrictiva por un tiempo prolongado con la finalidad de seguir propiciando las condiciones para que la inflación regrese a su meta. Hasta ahora, la tasa de interés real *ex ante* de corto plazo ha continuado incrementándose, la tasa real *ex post* es probable que alcance niveles históricamente elevados sobre la fijación de nuevos créditos a las empresas y el tipo de cambio real sigue operando a favor del descenso de la inflación. Así, las condiciones monetarias en su conjunto presentan un nivel suficientemente restrictivo, que requerirá de un mayor tiempo para transmitirse adecuadamente a la economía.

Mientras que el entorno de incertidumbre del año pasado requirió de un enfoque de administración de riesgos y de toma de decisiones contundentes, en estos momentos, donde la incertidumbre está más dirigida a la velocidad de la convergencia, nuestro enfoque debe mantenerse prudente, cauteloso y gradual. Nuestra comunicación debe enfatizar la necesidad de tener certidumbre sobre los determinantes observados y esperados de la inflación, con la finalidad de consolidar una trayectoria clara y sostenible hacia la meta en el horizonte de pronóstico, que nos permita cumplir con el mandato constitucional.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

El proceso de desinflación todavía enfrenta elevadas presiones internas. Estas provienen principalmente de un mercado laboral apretado y de un dinamismo de la demanda agregada, que no solo se ha hecho más evidente, sino que ahora enfrenta los efectos aún inciertos de una mayor expansión fiscal. Por ello, mi voto es por dejar el objetivo para la tasa de fondeo interbancario a un día en 11.25 %. Ante la necesidad de conservar un nivel elevado de restricción monetaria, debemos enfatizar en la guía prospectiva que mantendremos dicho nivel por un período todavía prolongado y aún no definido.

Aunque la inflación subyacente mantiene su trayectoria descendiente desde diciembre del año pasado, se percibe cierta desaceleración en su descenso, aunado a que ya no nos favorecerá mucho la base de comparación. Es inquietante que la variación mensual anualizada no logra cruzar consistentemente el límite superior del rango objetivo. Al contrario, pareciera revertir su tendencia a la baja mostrada durante este año. Si bien, la inflación anual de las mercancías mantiene su reducción, sus variaciones mensuales sugieren que este proceso pudiera agotarse. Enfrentamos un mayor crecimiento externo y el resurgimiento de algunas presiones inflacionarias globales, en especial en los precios de alimentos, lo cual generará mayores presiones provenientes de afuera. Por su parte, la inflación anual de los servicios presenta una tenue reducción por la desaceleración en algunos de sus subcomponentes. Sin embargo, el incremento en los precios de algunos servicios se mantiene por debajo del aumento acumulado en sus costos, por lo que continuarán presionados en los siguientes meses. Esto indica que, ante las visibles presiones de demanda interna, deberíamos anticipar cierta dificultad en observar una mayor desaceleración en este conjunto de precios.

El lento descenso de la inflación subyacente enfrenta crecientes presiones provenientes del mercado laboral. Las tasas de desempleo abierto como sus medidas ampliadas se encuentran alrededor de sus mínimos históricos. Esto ha hecho aún más negativa la brecha del desempleo desde hace casi un año y al mercado laboral más apretado. Esta situación se ha exacerbado con el aumento a doble dígito desde marzo de 2022 del salario asociado a los trabajadores asegurados al IMSS. Estas revisiones salariales parecieran mantener una inercia que difícilmente se desacelerará rápidamente, en especial si hay un incremento significativo al salario mínimo. El crecimiento de la masa salarial real, que combina el acelerado crecimiento en el empleo con el aumento en los salarios por encima de la inflación, alimenta una situación cada vez más notoria de escasez de mano de obra, tanto calificada como no calificada. Estas presiones se añaden a algunos riesgos idiosincráticos, como la inseguridad, que afectan indirectamente los costos de las mercancías.

Asimismo, el dinamismo de prácticamente todos los componentes del PIB por el lado del gasto y un crecimiento económico por encima del potencial de largo plazo son un riesgo evidente. El crecimiento del consumo privado es elevado tanto en los servicios como en los bienes nacionales e importados, estos últimos impulsados por la fortaleza del tipo de cambio. Al mismo tiempo, varios de sus determinantes como la masa salarial, las remesas y la confianza al consumidor, sostendrán este dinamismo por varios meses. Por su parte, la inversión privada ha acelerado su crecimiento en los últimos tres trimestres. En especial, la construcción no residencial se ha beneficiado tanto por la expectativa del fenómeno de relocalización como por la finalización de proyectos gubernamentales. Así, las expectativas de crecimiento económico para este año de al menos 3 % indican que estaremos creciendo por encima del nivel potencial de la economía, nivel para el cual aún no tenemos certidumbre. Por ello no podemos descartar el riesgo de que el sobrecalentamiento de la economía genere condiciones de holgura mucho más estrechas, contribuyendo con presiones adicionales sobre los precios.

A lo anterior, ahora se suman los posibles efectos en precios derivados de la ampliación del déficit fiscal anunciado recientemente. La falta de sincronización entre una política fiscal expansiva y una política monetaria restrictiva demandará estar atentos a los riesgos que implica para la lucha antinflacionaria. El primero, es que se tengan que compensar los posibles efectos, aún inciertos, que este impulso fiscal tendría en las ya crecientes presiones de la demanda agregada. El segundo, es que esta postura fiscal sea más

duradera de lo anticipado, en especial si la reducción del balance proyectado para 2025 no es de la magnitud prevista. En suma, la expansión fiscal, que no estaba presente cuando se inició el ciclo de apretamiento monetario, aunada a las presiones internas mencionadas, pudiera prolongar la necesidad de mantener el nivel de restricción actual.

Hasta ahora, hemos tenido suerte en que la mayor parte de la reducción de la inflación general desde su pico más reciente, ha provenido del componente no subyacente. Digo “suerte” porque estos precios son los que no responden a las acciones de política monetaria. Sin embargo, es altamente probable que observaremos una tendencia alcista en estos precios, en especial al dejar de contar con el efecto positivo de la base de comparación. Además, se vislumbran riesgos crecientes al alza ante el reciente aumento en los precios internacionales del petróleo; los eventos meteorológicos que pudieran afectar la producción agrícola global o que impongan retos a la cadena de suministro, y nuevos problemas de distribución global de alimentos provenientes de Ucrania. Sin el apoyo del componente no subyacente, debemos concentrar aún más nuestra atención en el comportamiento de los precios subyacentes.

El diferencial de tasas objetivo respecto a la Reserva Federal se mantiene tras la última pausa en los incrementos de la tasa de fondos federales. No obstante, el mercado espera un posible aumento adicional a finales de año y que las tasas se mantengan elevadas por un mayor tiempo. Por nuestra parte, nuestro ciclo deberá seguir enfocado a las crecientes presiones internas y mantenerse ajeno a cambios en posturas monetarias en otros países.

Debemos mantener nuestra postura restrictiva por un tiempo todavía prolongado a fin de garantizar una trayectoria inflacionaria convergente en nuestro objetivo puntual, que ahora se anticipa para el primer trimestre de 2025. El año que entra, corremos el riesgo de que la inflación se estanque por arriba del rango objetivo ante las crecientes presiones internas y un balance de riesgos para la inflación que se ha sesgado aún más al alza. Además, observamos una expansión considerable en el crédito bancario enfocado principalmente a las empresas. Para atender estos mayores riesgos y permitir que la postura monetaria restrictiva surta completamente su efecto rezagado, debemos continuar con nuestro manejo pasivo. Hasta el momento, la baja de las expectativas inflacionarias de 12 meses ha incrementado la tasa real *ex ante* casi 70 puntos base desde nuestro último incremento de la tasa objetivo. Dicho manejo pasivo deberá mantenerse hasta que: ocurran mejoras más allá de los ajustes marginales que la inflación subyacente ha tenido; logremos consolidar las expectativas para el cierre de 2024, tanto para la inflación general como subyacente, dentro del rango objetivo, y mitiguemos el riesgo de calentamiento de la economía.

El período en el que la tasa objetivo se mantendrá fija deberá durar al menos lo que resta del año con la posibilidad de extenderse más allá del primer trimestre de 2024. Por ello, en el comunicado se deberá mantener la categorización de dicho período como “prolongado” e incluso “aún no definido” a fin de contribuir a la expectativa de que todavía no podemos vislumbrar la fecha del primer movimiento de nuestra tasa objetivo. Además, es fundamental mencionar que el alcanzar una postura monetaria neutral continua fuera del horizonte de pronóstico. Los crecientes riesgos internos demandan un estricto apego con nuestro mandato prioritario y por ende un tono mucho más restrictivo en nuestra comunicación.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última reunión, el panorama inflacionario mundial se ha tornado más desafiante, ya que los riesgos para la convergencia de la inflación hacia sus metas se han elevado significativamente.

Lo anterior, debido a un mayor crecimiento económico global esperado para 2023, mercados laborales apretados, una mayor persistencia de la inflación subyacente y la reversión de la no subyacente, que había presentado niveles históricamente bajos.

Destaca la resiliencia de la actividad en Estados Unidos durante el tercer trimestre, impulsada por un consumo privado vigoroso y una elevada inversión, situación que contrasta con la economía china, cuyo

desempeño esperado se ha revisado a la baja significativamente, dada la fragilidad del sector inmobiliario. Por su parte, se continúa previendo atonía en la zona del euro.

Asimismo, los mercados laborales se han mantenido apretados y las negociaciones salariales han escalado a algunas industrias estratégicas, como la automotriz en Estados Unidos.

Adicionalmente, a nivel global se continúa observando resistencia del componente subyacente a disminuir, el cual continúa ubicándose por encima de los objetivos de los bancos centrales. A su interior, las presiones inflacionarias de los servicios siguen siendo significativas.

Resulta aún más preocupante el reciente repunte de la inflación general en algunas economías avanzadas y emergentes asiáticas, debido al incremento del componente no subyacente, que ha empezado a revertir su tendencia desde niveles históricamente bajos por recortes en la oferta de los principales productores petroleros.

Frente a esta compleja dinámica, y si bien prevalece la expectativa del fin del ciclo alcista en el futuro cercano, sobre todo en las economías desarrolladas, los bancos centrales han reforzado el mensaje de mantener las tasas de referencia en niveles más elevados y por un período más prolongado para afianzar la convergencia de la inflación a sus metas.

Tal es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos que, si bien mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de los fondos federales en 5.25 a 5.50 % en su reunión de septiembre, ante el aumento de la inflación al consumidor por segundo mes consecutivo, enfatizó que la tasa neutral estaría por encima de sus estimados de largo plazo. Asimismo, la mediana de las proyecciones puntuales de dicha tasa de referencia tuvo un ajuste al alza de 50 puntos base en 2024 y 2025, respecto a las cifras publicadas en junio, reflejando la expectativa de un ritmo más pausado en su disminución.

La mayoría de los bancos centrales continuaron con la pausa en su ciclo alcista, aunque algunos incrementaron sus tasas, como el BCE y el Banco de Noruega, y todos indicaron la necesidad de mantener una postura restrictiva por mayor tiempo. A pesar de ello, continúa la divergencia de las expectativas del mercado que descuenta que las autoridades monetarias podrían adoptar una postura menos restrictiva a partir del primer trimestre de 2024.

Frente a este entorno, los activos financieros internacionales mostraron elevada volatilidad, las curvas de rendimiento gubernamentales presentaron empinamiento moderado con movimientos de mayores incrementos en los nodos de largo plazo, el dólar estadounidense se fortaleció y el precio del petróleo aumentó de forma significativa, en tanto que algunos metales disminuyeron ante expectativas de una menor demanda mundial, especialmente de China.

En línea con el comportamiento global, los mercados financieros emergentes también presentaron una dinámica negativa, tanto en términos de tasas como en tipo de cambio e índices accionarios. Se continúan observando entradas relevantes en activos de renta variable, si bien dirigidas principalmente a China, así como salidas en los de activos de renta fija.

En México, los indicadores oportunos apuntan a que la actividad económica al tercer trimestre ha continuado expandiéndose, aunque a un ritmo menor al observado durante la primera mitad del año. El PIB al segundo trimestre del 2023 mostró una expansión de 0.8% respecto al trimestre anterior, lo que arroja una variación anual de 3.6% con cifras desestacionalizadas. Por su parte, tanto el IGAE a julio como el Indicador Oportuno de la Actividad Económica, IOAE, a agosto continúan registrando variaciones positivas, si bien señalan cierta moderación. Así, de acuerdo con este último indicador, para agosto se estima que las actividades secundarias y terciarias hayan observado variaciones anuales reales de 4.8 % y 2.8%, respectivamente. Por su parte, la actividad industrial se vio impulsada fuertemente por el sector de la construcción, debido principalmente al incremento en el componente de obras de ingeniería civil.

En cuanto a la demanda agregada, los indicadores oportunos apuntan a que esta ha seguido creciendo impulsada por el consumo, así como por el dinamismo de la inversión fija bruta. Con datos a junio, el consumo privado ha mantenido dinamismo y se ubica en niveles históricamente elevados, registrando una variación anual de 4.1%, donde destacan los rubros de bienes importados y servicios nacionales, si bien se espera cierta moderación en el ritmo hacia la segunda mitad del año de acuerdo con indicadores adelantados. Por su parte, la confianza del consumidor se mantiene en niveles elevados. La inversión fija bruta continuó creciendo en junio y registró una variación de 3.1% respecto a mayo y una tasa anual de 28.6% en términos reales, destacando los rubros de construcción no residencial y de maquinaria y equipo de origen importado. Con cifras a julio, el valor de las exportaciones manufactureras automotrices muestra un avance, en el que destacan los elevados envíos hacia Estados Unidos, mientras que las no automotrices han registrado retrocesos en el margen.

El mercado laboral continúa mostrando fortaleza, si bien la tasa de desocupación observó un repunte marginal en julio, para situarse en 3.1%, y una participación relativamente elevada. Por su parte, la tasa de informalidad laboral se mantuvo en niveles alrededor del 55%.

Con cifras a agosto, la variación anual nominal del salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS se mantuvo en dos dígitos, en 10.6%, aunque ligeramente menor al mes anterior, mientras que la variación real se ubica en niveles cercanos al 6%. Por su parte, las revisiones de salarios contractuales para empresas privadas disminuyeron en el margen a 8.4%, y las de empresas públicas se incrementaron a 6%.

El financiamiento total en la economía mantuvo a junio un ritmo moderado de crecimiento en términos reales con una expansión anual de 2.2%. En tanto, el financiamiento interno a empresas y hogares también continuó expandiéndose en términos reales. Destaca el dinamismo del crédito al consumo, que mantiene una expansión por encima del 10%, mientras que el dirigido a empresas ha observado un repunte durante meses recientes. Los niveles de morosidad se mantienen en niveles relativamente bajos y estables, si bien recientemente se ha observado un aumento marginal en tarjetas de crédito y créditos de nómina.

Respecto a la posición cíclica de la economía, la estimación puntual de la brecha del producto, estimada tanto con el PIB como con el IGAE, ya es claramente positiva.

En cuanto a la evolución de los mercados financieros en México, destaca que desde nuestra última decisión las condiciones de operación del peso se mantuvieron relativamente estables a pesar de la volatilidad asociada a la incertidumbre sobre la postura monetaria de ciertas economías avanzadas y, en menor medida, al anuncio de la Comisión de Cambios respecto de la disminución del programa de coberturas cambiarias. Así, el peso se depreció alrededor de 4%, con lo que acumula una ganancia de alrededor del 9% en lo que va del 2023. El mercado accionario presentó un desempeño negativo afectado por el sector de comunicaciones, principalmente. Los valores gubernamentales presentaron incrementos a lo largo de toda la curva, con variaciones de hasta 30 puntos base en el sector de corto plazo y de entre 70 y 83 puntos base en los de mediano y largo plazos.

Desde nuestra última reunión, la inflación general continuó disminuyendo, si bien con mayor lentitud, para situarse en 4.44% en la primera quincena de septiembre, luego de registrar 4.79% en julio. Dicha reducción se explica, principalmente, por la caída de la inflación subyacente, puesto que la no subyacente comenzó a aumentar.

A mayor detalle, la inflación subyacente se redujo de 6.64 a 5.78% durante el periodo, apoyada por disminuciones en sus principales componentes, si bien estos aún se encuentran en niveles elevados: la inflación de las mercancías alimenticias en 7.73 %, la de las no alimenticias en 4.74 % y la de servicios en 5.08%. En contraste, la inflación no subyacente comenzó a mostrar su reversión desde niveles históricamente bajos, de -0.67 a 0.48%.

A pesar de esta evolución relativamente favorable, hacia delante el panorama para la inflación se ha tornado más complejo para la conducción de la política monetaria, tanto por un entorno externo más adverso como por factores de carácter idiosincrático.

Así, los pronósticos de la inflación general se revisaron al alza para la mayor parte del horizonte de pronóstico y nuevamente se retrasa la convergencia a la meta, del cuarto trimestre de 2024 al segundo trimestre de 2025. Este ajuste responde principalmente al hecho de que a las presiones internas que ha enfrentado la inflación subyacente, se suman los efectos de un mayor crecimiento económico y un marco fiscal expansivo para el año 2024, que no había sido considerado en nuestras proyecciones previas.

En efecto, si bien el paquete económico aún está en proceso de discusión, en caso de aprobarse en los términos presentados implicaría un estímulo adicional a la demanda agregada que, medido a través de los Requerimientos Financieros del Sector Público, no tiene precedente desde que se comenzó a contabilizar dicho indicador. El balance público se estima en -4.9 % del PIB, el más elevado desde 1988, mientras que el déficit primario esperado de -1.2 % del PIB, es el más alto desde 1982.

En este contexto, será necesario mantener el nivel actual de restricción monetaria por un período más prolongado de lo que preveíamos en nuestra última reunión, e incluso se podría requerir ampliar dicha postura, ya sea de manera activa o pasiva. En línea con lo anterior, considero que el balance de riesgos para la inflación se ha incrementado sustantivamente para todo el horizonte de pronóstico, siendo los principales factores de riesgo los siguientes:

Que la inflación subyacente deje de disminuir, e incluso pueda aumentar, ante crecientes presiones de demanda interna impulsadas por una brecha del producto en terreno positivo y un mercado laboral más apretado, el dinamismo del consumo y la inversión, y por el mayor gasto público.

Que repunten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, como lo reflejan los instrumentos de mercado, luego del anuncio del paquete fiscal el 8 de septiembre.

Que se materialicen posibles episodios de depreciación cambiaria ante la percepción de mayores vulnerabilidades fiscales y la fragilidad financiera de Pemex.

Que continúen las presiones de costos para las empresas, agravados por la política salarial, que pudieran traspasarse al consumidor, especialmente en el sector servicios debido a los efectos rezagados que se materializarían más adelante.

Que la inflación no subyacente siga en ascenso para converger a niveles similares a sus valores históricos, que superan significativamente el valor de largo plazo considerado en nuestros pronósticos.

A este complejo entorno interno se le suman los riesgos provenientes del ámbito externo, especialmente de la economía estadounidense. Su resiliencia ha comenzado a corregir, si bien gradualmente, las expectativas del mercado sobre la postura monetaria de la Reserva Federal hacia una permanencia en terreno restrictivo por más tiempo. Este cambio ha comenzado a afectar la trayectoria prevista para el tipo de cambio y, por tanto, la convergencia de la inflación hacia la meta en nuestro país.

Ante las condiciones descritas, considero indispensable preservar el nivel de restricción monetaria alcanzado en tanto contamos con más información y análisis para verificar la necesidad de implementar ajustes adicionales en la postura monetaria. Así, en esta ocasión mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%. Considero fundamental que en la comunicación de la decisión se expliquen de manera clara los factores que respaldan el ajuste al alza de nuestros pronósticos y que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado en un entorno de elevada incertidumbre.

Derivado de ello, la guía prospectiva debe enfatizar que se mantendrá una postura restrictiva por un período más prolongado del que preveíamos.

Quiero concluir mi intervención con algunas reflexiones sobre las implicaciones del paquete fiscal para el panorama inflacionario y para la conducción de la política monetaria en el horizonte de planeación. No abundaré más en lo expuesto en los párrafos que anteceden, en el sentido de que en el corto plazo el paquete implicará un impulso a la demanda agregada y, por tanto, mayores presiones inflacionarias. Hacia el inicio de 2025, el marco fiscal enfrentará retos significativos para cumplir la consolidación. En mi opinión, los siguientes factores constituyen los elementos de mayor relevancia: el tamaño del ajuste fiscal requerido, en un solo año, de 2.8 puntos porcentuales del PIB; una estructura del gasto que incrementa la participación del gasto corriente y presenta rigideces para ajustarlo; un reducido espacio para incrementar el gasto de inversión en mantenimiento y construcción de infraestructura, que presenta un rezago significativo y que es clave para aumentar el crecimiento potencial y aprovechar al máximo el proceso de relocalización de cadenas globales de valor, *nearshoring*; si bien en el escenario central no se prevé una recesión, sí se considera que en 2025 la economía mundial crecerá a un menor ritmo, por lo que, además de una reducida capacidad recaudatoria, los ingresos podrían verse afectados negativamente al tiempo que se enfrentará la creciente necesidad de gastos ineludibles; Pemex constituye una preocupación en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que su dependencia del apoyo directo del Gobierno Federal ha crecido, mientras que no se ha presentado un plan que lo haga financieramente viable.

Ante este contexto, el riesgo es que se perciba que los recursos fiscales sean inconsistentes con lograr un equilibrio presupuestal. Aunado a ello, la ausencia de una política fiscal más astringente, podría afectar la dinámica inflacionaria y, eventualmente, la calificación crediticia de México.

Los factores antes descritos no solo refuerzan la conveniencia de mantener la postura monetaria en terreno restrictivo durante todo el periodo de planeación, como lo he señalado, sino evaluar el mejor curso de acción en caso de que los escenarios mencionados se materialicen, para preservar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Como hemos venido analizando en nuestras reuniones de política monetaria, este episodio inflacionario global ha sido de una complejidad que no habíamos visto, por su propia naturaleza y por la confluencia de choques. En México, no habíamos visto presiones inflacionarias tan importantes desde la adopción del régimen de objetivos de inflación. Si bien hemos discutido sobre el origen de estos choques y sobre cómo se han venido desvaneciendo, sigue siendo útil tener este contexto presente para poder entender los factores que ocasionan que la inflación en nuestro país se ubique todavía en niveles elevados, reconociendo el claro avance en el proceso desinflacionario.

Entre las múltiples perturbaciones con repercusiones globales que propiciaron este episodio, destacaría el incremento en la demanda por mercancías respecto de la de servicios, ante la reducción en la movilidad de la población y los amplios estímulos que se otorgaron en diversas economías; las disrupciones en las cadenas de suministro, y las presiones en los precios internacionales de bienes primarios.

Dichos choques han tenido efectos sobre los precios de prácticamente todos los bienes y servicios. Al respecto, las disrupciones en las cadenas de suministro y los incrementos en los costos de operación no resultaron ser choques típicos de oferta que se reflejan en aumentos en el precio relativo de algunos bienes. Al afectar la disponibilidad y costos de diversos insumos básicos que se utilizan en la producción de múltiples bienes y servicios tuvieron efectos generalizados. Además, también resintieron cambios en sus demandas respectivas.

Bajo estas condiciones, la inflación en nuestro país, así como en muchos otros, llegó a exhibir una clara tendencia ascendente, alcanzando niveles no registrados en décadas. Ante ello, era necesario actuar con

contundencia y lograr una postura restrictiva acorde con la severidad del episodio. Para ello fue necesario realizar incrementos de la tasa de referencia de una magnitud sin precedentes desde que en 2008 se adoptó la definición de un objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día como instrumento de política. Esta respuesta prudente evitó que los efectos de los choques se magnificaran, pues permitió un comportamiento ordenado de los mercados financieros y propició el anclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo. En caso contrario, no solo la inflación hubiera alcanzado niveles aún más altos, sino que hubiera permanecido muy elevada, aun cuando los choques ya hubieran comenzado a disiparse.

Actualmente, nos encontramos en la fase de desinflación. Las acciones de política monetaria implementadas, junto con la disipación de los choques que se ha observado, permitieron que este proceso iniciara y que haya avanzado en los últimos meses. En cuanto a la política monetaria, esta se encuentra operando con todos sus canales de transmisión. Enfatizaría el papel que han desempeñado los canales de expectativas y del tipo de cambio. A pesar de la complejidad de este episodio, las expectativas de inflación de mayor plazo han permanecido estables y la cotización de la moneda nacional ha mostrado un comportamiento resiliente que ha contribuido a liberar presiones sobre los precios.

Sobre la evolución de los choques, resaltaría que la reasignación del gasto de los hogares, de servicios a mercancías, que se presentó con la pandemia, se ha ido revirtiendo. Ello conforme se ha normalizado la movilidad de la población, y la demanda por servicios se ha ido recuperando. Además, el funcionamiento de las cadenas de suministro se ha ido reestableciendo, lo que se ha reflejado en diversos indicadores asociados con la disponibilidad de insumos y tiempos de entrega, entre otros. Asimismo, los precios internacionales de los bienes primarios han disminuido, si bien con volatilidad. Ello después de haber alcanzado en varios casos niveles máximos históricos el año pasado.

Si bien la inflación está disminuyendo, lo hace desde niveles muy elevados y bajo un entorno en que prevalecen riesgos al alza, precisamente ante la naturaleza atípica y severa de los choques. No puede descartarse que los efectos de los choques se disipen más lento de lo previsto y que algunos componentes de la inflación muestren fluctuaciones que interrumpan transitoriamente o retrasen su trayectoria descendente. Bajo estas condiciones, en esta fase la prudencia en la conducción de la política monetaria ha implicado tomarnos un tiempo para evaluar el desenvolvimiento del panorama inflacionario y dejar que la postura monetaria alcanzada opere. Este enfoque de cautela enfatiza la importancia de analizar la información que se va acumulando sobre la dinámica de los choques y de sus efectos. Ello para evitar ajustes a la baja de la tasa de referencia prematuros o más rápidos de lo necesario que comprometan la trayectoria descendente de la inflación. Lo anterior requiere del análisis de una amplia gama de variables que en su conjunto brindan una visión general sobre el desenvolvimiento del entorno inflacionario.

Actualmente los países seguimos compartiendo el reto de una inflación elevada, aunque descendente. Sin embargo, se observa heterogeneidad en el comportamiento de la actividad económica y en las decisiones de política monetaria de las distintas economías.

Al respecto, la economía estadounidense sigue mostrando resiliencia y exhibiendo cifras mejores a lo previsto. Sus pronósticos de crecimiento se han revisado al alza de manera importante, principalmente para 2023, y la probabilidad de que se observe un aterrizaje suave de la economía aumentó. Por su parte, la zona del euro y China presentaron una moderación adicional en el dinamismo de sus economías y sus pronósticos de crecimiento se redujeron. En este contexto, aunque los pronósticos de crecimiento económico global para 2023 se ajustaron al alza, siguen apuntando a una desaceleración con respecto al año previo.

Por su parte, el proceso de desinflación siguió avanzando a nivel global. En la mayoría de las economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación general continuó moderándose. No obstante, se mantiene en niveles elevados y por encima de las metas de los bancos centrales. Aunado a lo anterior, el componente subyacente también siguió disminuyendo, aunque en la mayoría de los casos de manera más gradual que la inflación general. Ello, en parte, ante presiones que todavía están incidiendo sobre los precios de los

servicios. No obstante, en el caso de Estados Unidos, entre julio y agosto, la inflación general medida por el índice de precios al consumidor repuntó de 3.2 a 3.7 %, debido a una menor deflación de los energéticos, mientras que el componente subyacente siguió descendiendo al pasar de 4.7 a 4.3 % en el mismo periodo.

La mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, incluida la Reserva Federal de los Estados Unidos, mantuvieron sin cambio su tasa de referencia en su última reunión. Según las nuevas proyecciones de la Reserva Federal, en el último trimestre de 2023 aún podría materializarse un incremento adicional en la tasa de referencia, para posteriormente disminuir a un ritmo más lento del que contemplaban sus proyecciones anteriores.

Ante la resiliencia de la economía de Estados Unidos y una inflación aún alta en ese país, analistas y mercados ya habían venido ajustando al alza sus expectativas sobre la trayectoria de la tasa de fondos federales a lo largo del próximo año. Este ajuste contribuyó a que el dólar estadounidense registrara un fortalecimiento generalizado y a que las tasas de interés soberanas, principalmente de mediano y largo plazos, aumentaran alrededor del mundo.

En este contexto, los mercados financieros de economías emergentes mostraron volatilidad. El peso mexicano, al igual que el resto de las monedas emergentes, presentó volatilidad y una depreciación. No obstante, el mercado cambiario nacional ha exhibido condiciones de operación ordenadas y se ha mantenido por debajo de los niveles que registró durante los primeros cinco meses del año. Las tasas de interés de valores gubernamentales, primordialmente las de mediano y largo plazos, aumentaron, también en línea con los factores globales.

Respecto de la economía nacional, la actividad económica ha seguido mostrando resiliencia y el mercado laboral presentado fortaleza. La información que se desprende de la actualización del año base del Sistema de Cuentas Nacionales señala que el choque de la pandemia sobre la actividad productiva en 2020 fue mayor que lo previamente estimado. Al mismo tiempo, la recuperación económica que se dio en 2021 y 2022 fue más vigorosa a lo anteriormente pensado. En primera instancia, a pesar de diversos problemas de logística del comercio internacional, la recuperación de la actividad económica en México estuvo apoyada en la expedita recuperación de la demanda externa. Posteriormente, la demanda interna ha cobrado relevancia para explicar la resiliencia de la actividad económica nacional. En particular, el consumo ha presentado una continua recuperación y, más hacia mediados de 2022, la reactivación de la inversión en construcción también ha influido. En la información más reciente, en julio la actividad económica continuó expandiéndose, apoyada por el buen desempeño de la producción industrial. Esta, a su vez, ha sido impulsada por el elevado dinamismo que ha venido exhibiendo la inversión en construcción, especialmente la asociada con los proyectos de infraestructura del sur del país. La inversión privada también ha mostrado un mejor desempeño en meses recientes.

Hacia delante, se espera que la economía nacional continúe mostrándose resiliente ante el complejo entorno internacional. El balance de riesgos para el crecimiento se percibe equilibrado. Por una parte, no puede descartarse una desaceleración notoria de la economía estadounidense, especialmente en 2024. Por otra, una mayor relocalización de empresas y de actividades relacionadas con la producción global hacia México, o un mayor impacto del gasto público respecto a lo esperado, podría dar un mayor impulso a la actividad económica nacional a lo anticipado.

El avance en el proceso de desinflación en México ha continuado. La inflación general anual, después de haberse situado en 4.79 % en julio pasado, se ubicó en 4.44 % en la primera quincena de septiembre, el nivel más bajo desde febrero de 2021. Si bien la mayor contribución a la reducción de la inflación general desde el máximo alcanzado en agosto de 2022 de 8.70 % puede atribuirse al componente no subyacente, la incidencia del subyacente a esta reducción ha seguido avanzando. La inflación no subyacente se mantuvo en niveles particularmente bajos de 0.48 % en la primera quincena de septiembre, pero aumentó respecto de lo observado en julio.

La inflación subyacente siguió disminuyendo. Pasó de 6.64 % en julio a 5.78 % en la primera quincena de septiembre. Este último nivel refleja claramente el avance en la desinflación, luego de que se situó en 8.51% en noviembre de 2022, al mismo tiempo que también deja en evidencia los elevados niveles que todavía presenta. Su descenso no significa que el episodio inflacionario esté resuelto, solo es reflejo del camino recorrido.

En su interior, las mercancías disminuyeron de 7.82 a 6.35 % entre julio y la primera quincena de septiembre. La mitigación de los choques ha contribuido a este comportamiento, pues el mejor funcionamiento de las cadenas de producción y distribución ha facilitado el acceso a los insumos. La disminución en diversas referencias internacionales de materias primas también ha contribuido a reducir costos de producción. Adicionalmente, la apreciación del tipo de cambio, reflejo en parte de las acciones de política monetaria, ha sido un factor relevante para la reducción de las presiones en los precios de los bienes importados, ya sea insumos o bienes finales. Así, se observa una tendencia claramente descendente en este subíndice.

Por el lado de los servicios, su inflación todavía se mantiene elevada. Si bien descendió de 5.24 % en julio a 5.08 % en la primera quincena de septiembre, todavía no se aprecia un claro punto de inflexión. Aunque los servicios son no comerciables, sus costos de operación también se vieron afectados por aumentos asociados a los choques globales. Por ejemplo, los servicios también se pueden haber visto afectados por los incrementos en los precios de los alimentos y energéticos. Asimismo, la implementación de medidas sanitarias o la adopción de tecnología para facilitar el trabajo remoto podrían haber incrementado sus costos. Más recientemente podrían haberse visto afectados por el crecimiento del costo de los insumos o de los precios de renta de inmuebles. Estimaciones que emplean la estructura de costos dada por la matriz insumo producto y aproximaciones del comportamiento de los precios de cada insumo dan cuenta del incremento de costos que enfrentaron los servicios a raíz de la pandemia.

El análisis que hemos realizado sugiere que la capacidad de las empresas para trasladar mayores costos a sus precios de venta ha dependido de la fortaleza de la demanda que han enfrentado. A diferencia de las mercancías, la demanda por servicios estuvo deprimida al inicio de pandemia ante la menor movilidad de la población. Su recuperación ha tardado en materializarse y se ha dado a un ritmo lento. La mayor demanda que ahora enfrentan les ha permitido ir traspasando los costos acumulados, si bien de manera paulatina. Ello ha implicado que el choque inflacionario en los servicios se esté dando con rezago y se esté prolongado. En efecto, las presiones de costos acumuladas para este componente, según la estimación mencionada, han sido mayores que los incrementos de los precios al consumidor.

El caso de los servicios educativos es ilustrativo de lo descrito. En la primera quincena de septiembre sus precios registraron el crecimiento más importante para una quincena equivalente desde 2008, luego de que en 2020 y 2021 se habían registrado las más bajas desde que se tiene registro, y en 2022 habían estado todavía deprimidos. Si bien el sector enfrentaba presiones de costos, a las empresas no les había sido posible trasladar los mismos ante una baja demanda, hasta más recientemente que esta se ha recuperado. Así, su inflación se ha incrementado más de lo anticipado.

El análisis de las presiones sobre los precios de los servicios, su inflación reciente mayor a la prevista, y el entorno de resiliencia de la actividad económica, sugieren que la reducción de la inflación subyacente podría ser más gradual de lo anteriormente previsto. En este contexto, los pronósticos de inflación general e inflación subyacente se ajustan para reflejar una disminución más lenta que implica que la inflación general converja a la meta hacia el segundo trimestre de 2025.

El balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación en el horizonte de pronóstico permanece sesgado al alza. Entre los riesgos destacaría la posibilidad de que la inflación subyacente muestre una persistencia aún mayor. También persiste el riesgo de depreciaciones cambiarias ante eventos de volatilidad financiera internacional. Al respecto, si bien en los últimos días se revirtió parte del ajuste al alza que registró el tipo de cambio a principios de septiembre, no pueden descartarse periodos de volatilidad más severos, con afectaciones de una mayor magnitud y más duraderas. Ello podría incidir en la dinámica de la inflación,

especialmente, aunque no exclusivamente, sobre los precios de las mercancías. Destacaría adicionalmente la posibilidad de presiones adicionales sobre los precios de diversos bienes primarios ante eventos geopolíticos o climáticos.

Tomando en cuenta todo lo anterior, en esta reunión mi voto es por mantener la tasa de referencia en su nivel actual de 11.25 %. Ello permitirá que la actual postura monetaria continúe operando y que, en consecuencia, el proceso de desinflación siga avanzando y afianzándose. Además, permitirá evaluar de manera cuidadosa el desenvolvimiento de los determinantes de la inflación.

Si bien las cifras de inflación se encuentran por debajo de los máximos que se observaron durante el año pasado, aún están por encima de la meta permanente del Instituto Central. Estos datos ilustran tanto los avances que hemos logrado, como la tarea que todavía tenemos pendiente. Así, nos mantendremos atentos, como lo hemos venido haciendo, a la evolución de las condiciones macroeconómicas, considerando que el camino que tenemos por delante aún es largo y no se encuentra exento de riesgos. En efecto, el descenso más gradual de la inflación que ahora se prevé podría significar que sea necesario que la reducción en la tasa de referencia hacia delante sea más gradual, una vez que el proceso desinflacionario permita dichas disminuciones.

Finalmente, reiteraría que la prioridad al conducir la política monetaria debe seguir siendo que la inflación descienda y que se consolide un ambiente de inflación baja y estable en México. Lo anterior en congruencia con nuestro mandato de estabilidad de precios y en beneficio de la población del país.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 28 de septiembre de 2026

www.banxico.org.mx