

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 9 de noviembre 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 9 DE NOVIEMBRE DE 2023

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 8 de noviembre 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.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Eduardo Magallón Murguía, Secretario suplente de la Junta de Gobierno.

El orden de las intervenciones se realizó conforme a la antigüedad del nombramiento de los Subgobernadores y, por último, 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 actividad económica mundial continuó mostrando resiliencia durante el tercer trimestre, con cierta heterogeneidad entre regiones. En Estados Unidos, el PIB creció a un mayor ritmo que durante el trimestre previo, impulsado principalmente por el consumo privado. Mientras que en la zona del euro, la actividad se contrajo tras haber mostrado atonía durante la primera parte del año. Por su parte, la actividad en China si bien sorprendió al alza en el tercer trimestre apoyada por el consumo privado, en la inversión fija continúa mostrando debilidad.

Por otro lado, indicadores oportunos continúan apuntando a una desaceleración en las manufacturas para economías avanzadas y un debilitamiento para las emergentes, mientras que los servicios se encuentran en terreno de expansión, no obstante, muestran una tendencia a la baja tanto en avanzadas como en emergentes.

En este contexto, los mercados laborales se han mantenido apretados, pero continúan algunos signos de un mejor balance entre la oferta y la demanda de trabajo. Por ejemplo, la nómina no agrícola en Estados Unidos mostró una tendencia decreciente en los últimos meses, incluso con algunas sorpresas a la baja, mientras que la tasa de desempleo registró un ligero incremento al ubicarse en 3.9 %. Asimismo, los salarios nominales han registrado tasas de crecimiento más moderadas.

Si bien algunas economías han mostrado resiliencia mayor a la anticipada, el balance de riesgos para la actividad mundial continúa sesgado a la baja. En Estados Unidos aún existe incertidumbre sobre el impacto del apretamiento de las condiciones financieras y crediticias, de un menor exceso de ahorro por parte de los hogares, y del efecto de los aumentos de tasas cuando empresas y hogares tengan que refinanciarse a tasas mayores. En el caso de China continúan los problemas de su sector inmobiliario, el cual, de acuerdo con varias estimaciones, representa al menos el 20 % de dicha economía.

Por su parte, la inflación general continuó disminuyendo, tanto en economías avanzadas como emergentes, con ligeros repuntes en algunas como Estados Unidos y Canadá, principalmente por los precios de energéticos. Mientras que la subyacente continúa disminuyendo, pero aún muestra persistencia. De esta

forma, se espera que la inflación continúe por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales y que converja a su meta en 2025.

En este contexto, la Reserva Federal mantuvo por segunda decisión consecutiva el rango para su tasa de referencia en un nivel de 5.25 a 5.5 %. En la conferencia de prensa, el presidente de la Fed destacó que es probable que las condiciones financieras y crediticias más apretadas tengan un impacto sobre la actividad económica, el mercado laboral y la inflación. Sin embargo, enfatizó que el alcance de estos efectos continúa siendo incierto, por lo que siguen atentos a los riesgos inflacionarios. Asimismo, el Banco Central Europeo decidió mantener sin cambio las tasas de interés en su última decisión, al considerar que, de mantenerse en este nivel por un periodo prolongado, contribuirán de manera sustancial a que la inflación converja a su meta.

Es así que, ante la reafirmación del compromiso con la estabilidad de precios por parte de los principales bancos centrales, y aunado a un posible escalamiento del conflicto en el Medio Oriente, se ha observado un ambiente de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por lo que, durante gran parte del periodo desde nuestra última decisión, se observó un incremento importante en las tasas de interés de largo plazo para las principales economías avanzadas ante la expectativa de que las tasas se mantendrían elevadas por más tiempo, sin embargo, estos incrementos se han revertido parcialmente en los últimos días ante la publicación de cifras que muestran un menor dinamismo de la actividad y después de la decisión de la Fed. Mientras que, por el lado del conflicto geopolítico, hasta el momento las repercusiones sobre la actividad global y los mercados energéticos parecen estar relativamente contenidas, sin embargo, considero que debemos estar atentos a este conflicto porque representa un riesgo a la inflación mundial. Al respecto, comentaría que desde nuestra última decisión las referencias internacionales del petróleo mostraron caídas de alrededor de 15 % el WTI y 13 % el Brent.

En cuanto a la economía nacional, el dato oportuno del PIB para el tercer trimestre mostró un mayor dinamismo al esperado, apoyado por los tres sectores de actividad, con la mayor contribución proveniente del sector secundario. Al interior de la actividad industrial se sigue observando heterogeneidad, destacando el dinamismo de la construcción impulsado por las obras de ingeniería civil. Las manufacturas siguen mostrando atonía y se ha observado una ligera disminución del uso de la capacidad instalada que excluye a la industria automotriz. Por su parte, las actividades terciarias mantienen una tendencia positiva, pero con diferencias entre sectores, algunos de los cuales muestran una moderación. Por otro lado, si se observa una medición de la actividad agregada excluyendo a la construcción, esta se ha moderado.

En cuanto a la demanda, esta sigue mostrando dinamismo. Al consumo lo siguen impulsando los bienes importados toda vez que los bienes y servicios nacionales muestra debilidad, la cual podría persistir para los servicios de acuerdo con indicadores oportunos. La inversión mantiene tasas de crecimiento elevadas reflejando las contribuciones tanto de la construcción no residencial como de la maquinaria y equipo aunque esta última se ha desacelerado. Mientras que las exportaciones manufactureras muestran un comportamiento heterogéneo en su interior, con un importante dinamismo de las automotrices y debilidad de las no automotrices.

En este contexto, el mercado laboral mantiene su fortaleza. Las tasas de desocupación se mantienen en niveles históricamente bajos y la participación es elevada. Por su parte, la tasa de crecimiento de los salarios se ha estabilizado. Asimismo, aunque los puestos de trabajo afiliados al IMSS siguen aumentando esto ha venido ocurriendo a un menor ritmo, lo cual podría estar reflejando en parte la atonía de las manufacturas.

En cuanto a las condiciones de holgura de la economía, la brecha del producto es positiva sin ser estadísticamente diferente de cero. En cuanto al indicador de holgura proveniente de componentes principales, este se ha estabilizado en niveles positivos si bien a su interior hay cierta heterogeneidad con el correspondiente al consumo haciéndose menos positivo, mientras que el del mercado laboral ha dejado de aumentar aunque sigue en niveles elevados.

Por su parte, el financiamiento total a la economía sigue creciendo, con reducciones del externo e incrementos del interno. Este último impulsado principalmente por el dirigido a las empresas y al consumo. De acuerdo con información para el tercer trimestre se han observado incrementos de la demanda por crédito, aunque en ciertos casos se han estrechado las condiciones generales y/o estándares de aprobación. La dinámica del mercado crediticio sigue reflejando el desempeño favorable de la economía y del mercado laboral.

La volatilidad de los mercados financieros internacionales se ha visto reflejada en los locales. Durante la mayor parte del periodo el peso mexicano operó en un rango amplio de 113 centavos y la parte larga de la curva de rendimientos registró alzas de más de 40 puntos base en algunos nodos. En días recientes, no obstante, luego de la decisión de la Reserva Federal y algunas cifras económicas para Estados Unidos, se observó una reversión parcial de la aversión al riesgo. En este contexto, el peso revirtió parte de la depreciación que había registrado, mientras que la curva de rendimientos revirtió completamente los incrementos observados en la parte media y larga, e incluso registró disminuciones en los últimos días. Me gustaría destacar que si bien las condiciones de operación del peso sufrieron un deterioro este se ha revertido a últimas fechas. En cuanto a las primas de riesgo soberano, estas han disminuido, mostrando un comportamiento distinto al de otras emergentes.

En cuanto a la inflación en México, me gustaría destacar que, aunque prevalecen retos, la inflación se ha reducido de manera importante respecto de los niveles que alcanzó el año pasado y se encuentra en una trayectoria descendente. Así, desde su máximo de 8.7 % en agosto del año pasado el índice general ha caído 444 puntos base para ubicarse en 4.26 % en su dato más reciente. Asimismo, el subíndice subyacente ha descendido 301 puntos base a 5.5 %. En esta misma línea se ha observado una disminución en el porcentaje de genéricos con variaciones extremas, el porcentaje de genéricos ajustados por su peso en la canasta con variaciones mensuales desestacionalizadas anualizadas mayores a 10 % pasó de alrededor de 40 % el año pasado a cerca de 10 % para el componente general actualmente y cercano a 7 % para el subyacente. Adicionalmente, paras estos índices, medidas de tendencia central como la media truncada, que elimina variaciones extremas tanto bajas como altas, mantienen una trayectoria a la baja. Adicionalmente, si se hace un ejercicio para descomponer las fluctuaciones de la inflación en cambios de corto plazo, movimientos estacionales, movimientos de mediano plazo y tendencia, se encuentra que el componente de tendencia de los índices general, subyacente, de mercancías y de servicios ha mostrado una trayectoria a la baja durante el año.

Al respecto, apuntaría que el proceso desinflacionario no ha sido homogéneo, es decir, que los diferentes componentes han descendido a ritmos diferenciados. Asimismo, señalaría que se anticipa que no sea lineal, es decir, que la inflación muestre cierto repunte en algunos periodos si bien se mantenga en una trayectoria descendente.

La heterogeneidad en la velocidad de reducción obedece a que algunos de los componentes siguen reflejando aún los choques registrados en los últimos años. En este sentido, destacaría que las disrupciones en las cadenas de suministro y el incremento de las referencias internacionales de las materias primas en conjunción con el cambio en los patrones de consumo, que llevó a una mayor demanda de mercancías, derivaron en que en este componente se observara un traslado del incremento de costos a precios al consumidor más rápido que en los servicios. De hecho, algunas estimaciones muestran que en las mercancías ya se registró un traslado completo del aumento de costos mientras que en los servicios este traspaso es aún incompleto. De esta manera, los servicios siguen reflejando el impacto de los choques asociados a la pandemia y al conflicto bélico. Y tomando en cuenta que estos choques se han mitigado de manera importante, anticipo que eventualmente ello se refleje en una reducción más notoria de los servicios. Así, me gustaría señalar que considero que la evolución de servicios no necesariamente está explicada por presiones internas.

En relación a las expectativas de inflación quisiera comentar que aún seguimos observando mejorías. La mediana de las correspondientes a los próximos 12 meses se ubicó en 4.07 % en el mes de octubre, mientras que en marzo pasado se encontraba en 4.76 %. En cuanto a las de mediano y largo plazo si bien su mediana ha tenido pocos cambios, algunas otras medidas apuntan a una mejoría en su distribución como lo son el rango intercuartílico y el sesgo.

Mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa Interbancaria a un día en 11.25 %. Considero que la postura monetaria alcanzada es lo suficientemente sólida y que en conjunción con la mitigación de los choques que afectaron la inflación, propició mejoras en el panorama.

Por ello creo conveniente mirar el camino recorrido. La tasa real *ex ante* se ubica en un nivel claramente restrictivo, alrededor de 373 puntos base por encima del rango superior de neutralidad. Las inflaciones general y subyacente han descendido a 4.26 y 5.5 %, respectivamente, acumulando caídas de 259 puntos base cada una desde marzo, fecha en que la tasa alcanzó su nivel actual.

Parte de la mejora en el panorama inflacionario se ha observado en sus determinantes, así como en su balance de riesgos.

En cuanto a los determinantes observados, los niveles más bajos de inflación conducirán a una menor frecuencia de revisiones de precios, en los salarios se observa una estabilización de los nominales y el consumo ha mostrado una desaceleración explicada principalmente por bienes y servicios nacionales. Respecto de los esperados, continúan observándose mejoras en las distribuciones de las expectativas a diferentes plazos.

La revisión del pronóstico de septiembre implicó la materialización del riesgo sobre la persistencia de la subyacente. Asimismo, considero que riesgos a la baja como una desaceleración de las economías china y estadounidense han ganado relevancia, lo cual reduciría las presiones externas. Desde mi punto de vista, el balance de riesgos, sin soslayar que se mantiene sesgado al alza, ha mejorado respecto a lo observado en marzo.

No obstante, aún prevalecen retos como la persistencia de la subyacente, en parte explicada por la dinámica de servicios que aún sigue afectada por los choques asociados a la pandemia y al conflicto en Ucrania. Lo anterior a raíz de que inicialmente ante una menor demanda no se ha traspasado completamente el incremento en costos acumulado a los precios al consumidor, a diferencia de lo que se observó en las mercancías.

En este contexto, la política monetaria ha sido congruente con una coyuntura caracterizada por resiliencia de la actividad y una inflación en parte asociada a choques sobre algunos de los cuales la política monetaria no tiene efecto. En este complejo entorno, una de sus contribuciones ha sido evitar un desanclaje de las expectativas y la contaminación del proceso de formación de precios.

Considerando las mejorías en el panorama inflacionario y que los canales de transmisión están operando y continuarán incidiendo sobre la inflación en los próximos trimestres, se abre la posibilidad de discutir futuros recortes en la tasa de referencia.

En mi opinión, el reto hacia adelante para la política monetaria es ajustar la postura para que sea congruente con una inflación que, si bien está aún por encima de la meta, ya se encuentra en una trayectoria descendente, por lo que, considerando los avances esperados en el panorama inflacionario, el recorte podría ocurrir para inicios del primer trimestre del próximo año.

En un contexto en donde el proceso desinflacionario podría ser no lineal, la solidez de la postura monetaria seguirá operando aún y cuando se implementen ajustes que, desde mi punto de vista, ante la incertidumbre que prevalece, tendrán que ser graduales y no necesariamente continuos; por ello, creo pertinente

comunicar que la tasa de referencia se mantendrá en su nivel actual por un tiempo y que hacia delante debemos continuar con una postura restrictiva que garantice la convergencia de la inflación a la meta.

GALIA BORJA GÓMEZ

En las últimas semanas se han materializado nuevos riesgos geopolíticos cuyos efectos en la economía mundial, aunque han sido limitados, nos recuerdan la velocidad con que las condiciones globales pueden modificarse. En este escenario, sigue siendo particularmente difícil cuantificar las implicaciones para la inflación y la actividad en el corto, mediano y largo plazo, por lo que la incertidumbre en la toma de decisiones sigue siendo elevada.

Históricamente, los choques geopolíticos suelen asociarse a aumentos de precios de materias primas, en particular las de energéticos, y en ocasiones han derivado en contracciones económicas y fuertes periodos inflacionarios. La transmisión de estos choques suele depender de tres factores: la magnitud y duración de los mismos; la posición cíclica de la economía global y los balances macroeconómicos.

Hasta ahora, la reacción en los mercados ha sido moderada y más contenida respecto a lo experimentado en las tensiones geopolíticas del año pasado, en buena medida, debido a la limitación geográfica del conflicto; sin embargo, hacia delante será relevante seguir monitoreando su evolución y las potenciales implicaciones sobre la actividad, la inflación y la aversión al riesgo global.

En este entorno, los indicadores sobre la actividad económica mundial continuaron mostrando un crecimiento mayor durante el tercer trimestre del año. Sin embargo, se observa heterogeneidad entre países. Estados Unidos sigue exhibiendo una mayor actividad impulsada por el consumo privado, que ha estado soportado por el exceso de ahorro y un fuerte mercado laboral. En contraste, durante el tercer trimestre del año se contrajo la actividad económica en la zona del euro, particularmente en Alemania, mientras que en China, desde una perspectiva de más largo plazo, se observa un proceso de desaceleración.

En materia de precios, la inflación ha continuado con su tendencia descendente en un amplio número de economías avanzadas y emergentes. La disminución es más notoria en la inflación de mercancías, ya que la correspondiente a servicios ha mostrado una mayor persistencia, por lo que la convergencia a los objetivos de inflación aún es gradual y se anticipa que ocurra hacia finales de 2024 y durante 2025.

Conforme la tendencia decreciente de la inflación se está consolidando, los bancos centrales de las principales economías han realizado pausas en sus ciclos restrictivos y se percibe que están alcanzado los niveles terminales para sus tasas de referencia. No obstante, las autoridades monetarias permanecen cautelosas y dependientes de los datos. Las cotizaciones del mercado anticipan que las tasas de los principales bancos centrales se mantendrán sin cambios hasta mediados de 2024.

Durante este periodo, la mayor aversión al riesgo se reflejó en la fortaleza del dólar estadounidense, lo que llevó a que varias autoridades en distintas latitudes intervinieran en sus mercados cambiarios. Adicionalmente, las tasas de interés de Estados Unidos presentaron incrementos significativos alcanzando niveles no vistos desde 2006, lo que contribuyó a que se registraran incrementos similares en las curvas de rendimiento de varios países. Estos movimientos han generado un apretamiento en las condiciones financieras, en particular en Estados Unidos, lo que disminuyó la expectativa de aumentos adicionales por parte de la autoridad monetaria, si bien en últimas fechas, dichas condiciones se han revertido parcialmente.

En línea con el comportamiento de los mercados internacionales, los activos financieros nacionales presentaron un aumento en la volatilidad y, en el margen, un deterioro en sus condiciones de operación. El peso mexicano presentó un amplio rango de variabilidad de 1.13 pesos alcanzando niveles de 18.33 pesos por dólar, no vistos desde marzo. Este comportamiento obedeció a la elevada sensibilidad que tiene nuestra moneda a factores asociados al riesgo global como han sido los conflictos geopolíticos, así como a la reacción de la curva de rendimientos en Estados Unidos ante la expectativa de tasas de interés elevadas

por más tiempo y las nuevas necesidades de endeudamiento de ese país. En este sentido, por algunas semanas el peso disminuyó parte de su atractivo a pesar de mantener un diferencial de tasas elevado dado el incremento que se observó en la volatilidad por encima de la reacción de otras monedas.

En el mercado de renta fija, las curvas de rendimiento nominal y real presentaron incrementos en prácticamente todos sus nodos desde nuestra última decisión y, en particular, la tasa a 30 años se acercó a su máximo histórico, aunque recientemente se ha observado una corrección. En este entorno hubo un incremento en la compensación por inflación implícita en los valores gubernamentales, asociada principalmente a un aumento en la prima por riesgo inflacionario en distintos plazos.

El mercado de derivados de tasas de interés presentó un comportamiento similar al observado en los bonos gubernamentales. Así, las expectativas implícitas para la trayectoria de la tasa de política monetaria en los *swaps* de TIIE presentaron un ajuste al alza y cierta volatilidad, descontando con mayor probabilidad que el primer recorte de tasas se observe en la decisión de marzo y que las disminuciones posteriores sean graduales.

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB, durante el tercer trimestre del año la economía se expandió a una tasa de 0.9 %, lo que representa una aceleración respecto a lo observado en los dos trimestres previos, y nos sugiere que el ritmo de crecimiento económico sigue siendo robusto.

Hasta ahora, este crecimiento se ha apoyado en los tres grandes grupos de actividad, y las contribuciones del sector construcción han sido cada vez más relevantes a causa del importante dinamismo tanto de las obras públicas ferroviarias como de la construcción privada de edificios industriales, comerciales y de servicios. Ello, aunado al mayor empleo observado del sector en la zona libre de la frontera norte del país, pudiera estar asociado al proceso de relocalización de las cadenas globales de producción y suministro.

Desde una perspectiva de más mediano plazo, la actividad económica ha estado impulsada por los tres componentes más relevantes de la demanda agregada.

La demanda externa ha jugado un papel sustancial para el crecimiento económico después de la fuerte contracción por el cierre de la economía en el segundo trimestre de 2020. El consumo privado ha tenido mayor protagonismo en la medida que el proceso de reapertura avanza y existe una normalización de los patrones de gasto de los hogares.

El consumo privado ha estado apoyado en la fuerte dinámica del mercado laboral, en el aumento del envío de remesas, en algunas políticas públicas que han permitido fortalecer el consumo de los hogares y en el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo por parte de la banca comercial.

En últimas fechas, la inversión ha cobrado un impulso sobresaliente, debido al alto dinamismo de la construcción no residencial, lo que ha provocado que la formación bruta de capital fijo crezca a tasas muy superiores a las observadas en el conjunto de la actividad económica.

Así, prácticamente todas las variables de la demanda están jugando un rol importante dentro de la resiliencia económica y, de continuar con dicha tendencia, la posición cíclica de la economía tendrá condiciones más estrechas.

Por su parte, y debido a la solidez del mercado laboral, las variaciones nominales anuales de los salarios siguen en doble dígito, y en el sector formal las variaciones mensuales desestacionalizadas anualizadas aún presentan variaciones atípicas, aunque, en el margen, parecen comenzar a estabilizarse.

Si observamos la evolución de los salarios en la ENOE, que contempla tanto a trabajadores formales como a informales, estos parecen responder con cierto rezago a la dinámica de la inflación, por lo que aún pudiéramos estar observando un proceso de ajuste en los salarios a causa de la dinámica inflacionaria

experimentada. Es menester mantenernos vigilantes a que la dinámica laboral no extienda dichas presiones por encima del tiempo requerido para preservar la estabilidad de precios en el país.

La inflación general anual siguió disminuyendo desde nuestra última reunión y durante octubre registró una variación anual de 4.26 %, apoyada por una reducción del componente subyacente a una tasa de 5.5 % y por la estabilidad en niveles bajos de la no subyacente, cuya variación anual fue de 0.56 %.

La inflación subyacente sigue mostrando disminuciones tanto de las mercancías alimenticias como de las no alimenticias, no obstante, los servicios aún registran diversas presiones y han acelerado su paso en el caso de educación, vivienda y turísticos, mientras que el resto tienen una alta resistencia a disminuir desde niveles elevados.

En mi opinión, la diferencia entre el comportamiento de las mercancías y los servicios obedece a la naturaleza de los choques no simultáneos que experimentamos y su proceso de desvanecimiento desincronizado.

En el caso de las mercancías, tanto la normalización de las cadenas de producción, de los balances globales entre oferta y demanda y, en particular, la fortaleza del peso mexicano a lo largo de este año, han contribuido a aliviar las presiones inflacionarias atribuibles al costo de insumos.

En contraste, los servicios aún registran presiones importantes, en parte debido a que, en promedio, tienen proporcionalmente una mayor carga de costos laborales, mismas que se empezaron a manifestar desde el segundo semestre del año pasado y con mayor fuerza en este año.

No obstante, es innegable que el proceso desinflacionario ha avanzado sustancialmente. La inflación general se ha reducido a la mitad a lo largo de doce meses, mientras que la subyacente, aunque ha descendido de manera más gradual, lo ha hecho en 301 puntos base desde su máximo alcanzado en noviembre de 2022, lo cual es una magnitud solo comparable con la desinflación observada de 2009 a 2015.

En este sentido, diversas métricas nos señalan que se está consolidando una tendencia clara de la inflación hacia su meta, que las variaciones de la inflación general están siendo más consistentes con sus promedios históricos y desviaciones previas a la pandemia, y que el descenso no es sólo atribuible a factores de corto plazo, por lo que, en general, los determinantes observados de la inflación han sido más consistentes con lo que hemos anticipado.

Desde mi punto de vista, gran parte de las dificultades que seguimos enfrentando se deben al comportamiento de los determinantes esperados de la inflación. Es decir, al proceso de convergencia que existirá desde los niveles actuales, particularmente para la inflación subyacente.

Los pronósticos de inflación más recientes presentan pocos cambios desde nuestra última reunión, pero su composición representa desafíos para la velocidad de la convergencia, por lo que el balance de riesgos sigue sesgado al alza. Las expectativas de inflación, por su parte, tanto de encuestas como por instrumentos de mercado, mantienen un comportamiento estable, aunque continúan por encima de sus promedios históricos.

En este contexto, mi voto es a favor de mantener el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25 %. En mi opinión, con la información disponible, la tasa de interés debe mantenerse en su nivel actual todavía por cierto tiempo, mientras que la postura monetaria restrictiva probablemente requerirá preservarse en el horizonte de pronóstico, con la finalidad de mitigar riesgos, seguir propiciando el descenso de las expectativas y afianzar la tendencia a la baja de la inflación. Al respecto, me gustaría destacar los siguientes elementos.

En cuanto a las lecturas y la tendencia de la inflación observada, diversas métricas indican ya una trayectoria clara y sostenida de la inflación hacia su meta. El proceso desinflacionario ha avanzado, particularmente en los últimos doce meses, a una velocidad no vista desde que se fijó la meta de 3 %, apoyada en parte por la postura monetaria restrictiva que hemos adoptado. Así, la dinámica de precios ha empezado a ser más cercana a sus promedios y desviaciones históricas.

Respecto a las expectativas de inflación, estas han presentado un descenso más gradual, y tanto su tendencia como su dispersión han sido más resistentes a disminuir sistemáticamente. Esto podría deberse a que la formación de expectativas en el país sea un proceso más retrospectivo que prospectivo, es decir, que los agentes económicos tiendan a formar sus perspectivas de inflación basados en mayor medida en sus experiencias pasadas. Esto es más notorio cuando se analiza el comportamiento de las expectativas del sector empresarial.

De acuerdo con el FMI, en economías donde la formación de expectativas es de esta naturaleza, el endurecimiento de la política monetaria presenta efectos atenuantes menores respecto a aquellas donde existe un ambiente más prospectivo, por lo que las posturas restrictivas deben realizar un mayor esfuerzo para que la estabilidad de precios se logre.

En cuanto al balance de riesgos sobre nuestros pronósticos de inflación, este se mantiene sesgado al alza debido a que aún existen desafíos derivados de las tensiones geopolíticas, la volatilidad financiera, el traspaso de costos acumulados dada la resiliencia de la actividad económica y la fortaleza del mercado laboral, así como de las estructuras del mercado del país, entre otros, que pudieran seguir incidiendo en presiones para la dinámica de precios.

Los canales de transmisión de la política monetaria siguen operando en la dirección correcta, aunque a diferentes ritmos, y con heterogeneidad en su incidencia sobre la actividad y la inflación, por lo que requieren de cierto tiempo para seguir contribuyendo al proceso desinflacionario.

Tomando en cuenta todo lo anterior, considero que debemos encontrar un equilibrio adecuado entre los avances en la desinflación y los riesgos existentes dentro del horizonte de pronóstico. Hacia delante, el incremento de la tasa real *ex ante*, y las condiciones monetarias más astringentes tanto en el tipo de cambio real como en instrumentos de mercado, pueden llevarnos a evaluar si el proceso desinflacionario observado, así como el anticipado para el horizonte de pronóstico, pudiera ser compatible con niveles inferiores de la tasa nominal.

Dado el ambiente de incertidumbre en la toma de decisiones, el enfoque de política monetaria debe seguir siendo prudente, cauteloso y gradual, en línea con los retos que seguimos enfrentando para la convergencia de la inflación y en consistencia con procurar un movimiento ordenado de los mercados, del sistema financiero y de la economía en su conjunto.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Desde la decisión pasada tenemos señales de que la desinflación del INPC pudiera desacelerarse. El dinamismo de la demanda agregada y el apretamiento del mercado laboral apuntan a mayores presiones sobre los precios. También, la transmisión de nuestra postura restrictiva pudiera rezagarse tanto por la descoordinación entre las políticas fiscal y monetaria, así como por la poca competencia en algunos productos que permite un traspaso más tenaz del incremento de los costos. Estos factores, junto con la disipación del efecto base de comparación y el incremento esperado del componente no subyacente, aumentan la posibilidad de que la inflación persista por arriba del rango objetivo por más tiempo de lo previsto. De hecho, anticipamos un ligero repunte en la inflación general anual en noviembre y diciembre, lo cual podría incidir en las expectativas de inflación de corto plazo. El cuidadoso análisis de la coyuntura actual sugiere que el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo significativo al alza. Ante esta situación, mi voto es por mantener el objetivo para la tasa de fondeo interbancario a un día en 11.25 %. Sin

embargo, se debe reconocer el avance recorrido, por lo que sugiero señalizar en nuestro comunicado que, a pesar de la necesidad de mantener este nivel por lo que resta del año, pudiéramos empezar a discutir la posibilidad de realizar algún ajuste fino en el primer trimestre del año que viene, siempre y cuando los riesgos señalizados no se materialicen y la inflación se ajuste a la trayectoria pronosticada.

La dinámica de la inflación subyacente muestra una mejoría pese a algunas señales de que el proceso de desinflación pudiera desacelerarse. Hay una reducción de la inflación subyacente anual entre las primeras quincenas de septiembre y octubre, motivado principalmente por una reducción de las mercancías. Sin embargo, la variación mensual anualizada del subcomponente subyacente parece retomar una tendencia al alza motivada por los aumentos de esta métrica tanto de las mercancías alimenticias como de los servicios. De hecho, la inflación anual de los servicios se ha incrementado desde la decisión pasada debido a presiones intensas en los servicios educativos, turísticos, de alimentación y de transportación. Desafortunadamente, este efecto pudiera continuar dado que su incremento acumulado ha sido menor al correspondiente a sus costos y el reajuste de los precios relativos entre los servicios y las mercancías aún no ha concluido.

Por otro lado, es poco probable que la inflación no subyacente se mantenga tan baja. Este es un gran riesgo dada la contribución significativa que tuvo este componente en el último año en la reducción de la inflación general. En adelante, es altamente probable que el incremento en estos precios regrese a su media histórica, cercana al 6 %, motivado por factores como la volatilidad reciente en las referencias internacionales de algunos precios energéticos. Esto se suma a otros retos como el agotamiento del efecto de la base de comparación, el cual nos ha ayudado a lo largo del año para la baja de la inflación general.

La dinámica de todos los componentes del PIB por el lado del gasto apunta a mayores presiones en precios. Las cifras del último trimestre confirman que seguiremos creciendo por arriba del potencial de largo plazo con una brecha del producto positiva. El consumo de los hogares registra un comportamiento sólido congruente con sus determinantes. Por su parte, la inversión se ha acelerado significativamente debido al crecimiento de la construcción no residencial y la compra de maquinaria y equipo, impulsada por la expectativa del fenómeno de relocalización y la inversión gubernamental. Al respecto, tenemos incertidumbre sobre los efectos tanto en precios como en la demanda agregada de la ampliación del déficit fiscal. Lo que es un hecho es que la falta de sincronización entre las políticas fiscal y monetaria dificultará el proceso de normalización de nuestra postura restrictiva en el mediano plazo.

El mercado laboral apunta a un mayor apretamiento con alzas salariales que pudieran inducir, junto con factores idiosincráticos, mayores costos. Las tasas de desempleo continúan en niveles cercanos a sus mínimos históricos y la brecha del desempleo está marcadamente en terreno negativo. Mantenemos una inercia de incrementos elevados del salario, como el de los trabajadores asegurados al IMSS. A esto se suma un posible incremento significativo al salario mínimo próximo a anunciarse a finales de este mes. También enfrentamos diversos riesgos idiosincráticos, como la continua inseguridad, que eleva el costo de distribución de los bienes y servicios y la incertidumbre sobre el impacto que el huracán Otis pudiese provocar en la dinámica inflacionaria. Esto exhibe la importancia de darle mayor peso a los factores climatológicos en el balance de riesgos para la inflación. Al respecto, en el Reporte de Estabilidad Financiera pasado ya se había advertido sobre el riesgo que enfrenta la zona costera de nuestro país a estos episodios.

Ante el continuo sesgo al alza en el balance de riesgos, anticipamos que la convergencia inflacionaria al objetivo puntual se alcanzará hasta el 2025. Hasta el momento, la baja de las expectativas inflacionarias de 12 meses ha incrementado la tasa real *ex ante* casi 80 puntos base desde nuestro último incremento de la tasa objetivo. En los próximos meses necesitaremos mantener el nivel de esta tasa en un rango entre 7 y 7.5 % para garantizar la convergencia inflacionaria a la meta. Esto implica que, pese a que continúe la baja en las expectativas inflacionarias, necesitamos mantener la tasa objetivo fija al menos hasta el primer trimestre de 2024. Afortunadamente, esto pareciera que ya ha sido descontado tanto por las encuestas de analistas, quienes anticipan el primer ajuste en marzo, como por los instrumentos de mercado, quienes señalan que esto pudiera ocurrir entre marzo y mayo. Sin embargo, debemos de estar atentos a que estas

expectativas no diverjan significativamente reflejando una mayor incertidumbre sobre nuestro primer movimiento. De continuar las reducciones en la inflación general, el año que viene sugiero evaluar la conveniencia de algún ajuste fino a la tasa objetivo para evitar una tasa real *ex ante* fuera del rango que he mencionado.

Dadas las crecientes presiones internas, la postura monetaria absoluta debe ser nuestro objetivo primario, permitiendo que la postura relativa se ajuste libremente. Al respecto, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su objetivo para la Tasa de Fondos Federales por lo que nuestro diferencial de tasas objetivo se mantiene. Dicho diferencial es suficiente para enfrentar la mayor volatilidad derivada tanto por la expectativa de mayor permanencia de tasas globales elevadas, así como por el conflicto de Medio Oriente. No obstante, dicha volatilidad ha comenzado a tener efectos en el tipo de cambio lo cual podría mermar la contribución positiva que este ha tenido sobre los costos de los insumos. De esta forma, debemos seguir monitoreando el apretamiento de las condiciones financieras y sus posibles efectos tanto en nuestro balance de riesgos como en los mercados financieros locales, los cuales han mostrado mayor sensibilidad a los episodios externos.

Los efectos de nuestra postura monetaria restrictiva enfrentan retos en su transmisión. En nuestro país la transmisión de la política monetaria es menos efectiva dada la baja profundidad financiera, la poca penetración crediticia, la mengua inclusión financiera, la alta informalidad y falta de competitividad del sistema financiero. Esta misma falta de competitividad en otros sectores ha generado una interacción nociva entre el poder de mercado de las empresas y una mayor permanencia de los choques de oferta. En un principio, ante los choques de oferta las empresas incrementaron sus márgenes anticipando mayores costos. Ahora, pese a que los choques de oferta han disminuido, las empresas con poder de mercado han continuado incrementando sus márgenes. Esto ha retardado la caída de los precios, lo que se traduce en que la transmisión de política monetaria tenga un alcance menor y un rezago mayor en sus efectos.

Por estas razones debemos de continuar mejorando nuestra comunicación y hacer un mayor y mejor uso de nuestra guía prospectiva. Vale la pena destacar que esto también es una recomendación que nos ha hecho el Fondo Monetario Internacional en el marco de la Consulta del Artículo IV. Ante la posibilidad de realizar algún ajuste fino en el primer trimestre del año, sugiero que la categorización del periodo en que la tasa permanecerá fija ya no sea por un periodo “prolongado”, sino que explícitamente será como mínimo hasta fin de año. También sugiero dejar muy claro que las primeras decisiones del año entrante estarán sujetas a la evolución de los datos y al apego de la inflación a la trayectoria pronosticada. Esto a fin de que la expectativa sobre del primer movimiento a la baja de nuestro objetivo ni se anticipe ni se postergue de manera infundada. Finalmente, recomiendo comunicar que pese a que la normalización de la postura monetaria luce lejana, no estamos exentos de ajustes ocasionales y graduales, siempre con suma cautela, durante los primeros trimestres del año que viene.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

El desempeño de la actividad global ha sido más resiliente al esperado, sobre todo en Estados Unidos y recientemente en China. No obstante, se observa heterogeneidad entre regiones y países, y el balance de riesgos para el crecimiento mundial mantiene un sesgo a la baja.

Por su parte, los mercados laborales continúan robustos y se mantienen presiones salariales significativas. Así, la persistencia de las inflaciones general y subyacente, que continúan ubicándose por encima de los objetivos de los bancos centrales, ha propiciado que estos continúen con sus posturas restrictivas indicando su intención de mantener tasas altas por un periodo más prolongado y postergando la convergencia hacia sus metas para finales de 2024 y 2025.

En sus últimas decisiones, la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, así como el Banco de Inglaterra, mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia y dejaron abierta la posibilidad de aumentos en caso necesario, eliminando la probabilidad de recortes de tasas durante el primer trimestre de 2024.

De esta forma, en los mercados internacionales se observó un repunte de volatilidad en los de renta fija y de materias primas, particularmente en los del petróleo y gas natural, un fortalecimiento generalizado del dólar, un desempeño diferenciado en los índices accionarios y un menor apetito por activos de mayor riesgo. No obstante, dicha tendencia se ha revertido en el margen en días recientes, como resultado de nueva información económica y del mercado laboral, indicando menor necesidad de apretamiento.

Si bien los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han reiterado su compromiso con la estabilidad de precios, existe el riesgo de que comiencen a ceder prematuramente, lo cual impediría alcanzar la meta inflacionaria en el horizonte previsto. Lo anterior generaría aún mayor astringencia en las condiciones financieras globales, de por sí apretadas, impactando significativamente los costos de financiamiento, especialmente de los gobiernos por sus niveles elevados de deuda pública sin precedente, dejándolos sin margen de maniobra para enfrentar futuros choques.

A su vez, el efecto de la postura restrictiva a nivel global ya empieza a reflejarse en aumentos importantes en las tasas de interés de largo plazo, sobre todo en Estados Unidos.

Si bien hasta ahora el reciente conflicto geopolítico en Medio Oriente no ha impactado de forma significativa a los mercados financieros internacionales, un posible escalamiento de este podría elevar la incertidumbre y la volatilidad en el complejo entorno externo, exacerbando el sentimiento de aversión al riesgo hacia los mercados emergentes y deteriorando las expectativas de inflación a nivel global.

En línea con lo anterior, los activos financieros de países emergentes presentaron un comportamiento marcadamente negativo. No obstante, en lo que va del año, los activos de la región Europa y Latinoamérica mantuvieron un desempeño positivo, mientras que los asiáticos se caracterizaron por comportamientos desfavorables. Asimismo, se observaron nuevamente salidas de los mercados de renta fija ante un mayor apetito por los bonos del Tesoro de Estados Unidos. En el caso de renta variable, se observaron salidas, si bien más moderadas.

En México, diversos indicadores apuntan a que la actividad económica al tercer trimestre ha mantenido el dinamismo observado durante la primera mitad del año, excediendo las expectativas de analistas y del mercado. La estimación oportuna del PIB mostró una expansión de 0.9 % respecto al trimestre anterior, equivalente a una variación anual de 3.3 % con cifras desestacionalizadas. Los tres grandes sectores contribuyeron positivamente a dicho avance. A tasa anual, las actividades primarias registran una variación porcentual de 5.3%, mientras que las secundarias y terciarias mostraron una expansión de 4.5 y 2.5%, respectivamente. Por su parte, la actividad industrial continúa viéndose impulsada fuertemente por el sector de la construcción, mientras que el rubro de manufacturas muestra cierto estancamiento.

La demanda agregada ha seguido creciendo impulsada por el dinamismo tanto en el consumo como en la inversión fija bruta. Con cifras a agosto, el consumo privado registró una variación real anual de 4%, donde destaca el rubro de bienes importados con una expansión a tasa anual de 23.2%. Por su parte, la inversión fija bruta aumentó 3.1% a tasa mensual, con una variación real anual de 31.5%. En cuanto al valor de las exportaciones manufactureras automotrices, el último dato a septiembre mantiene niveles elevados y con tendencia positiva, donde destacan los envíos hacia Estados Unidos, mientras que las no automotrices también se encuentran en niveles relativamente elevados, si bien han registrado cierto retroceso.

Por otro lado, el mercado laboral continúa mostrando fortaleza. En el mes de septiembre la tasa de desocupación cayó por debajo de 3%, la variación anual nominal del salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS tuvo un ligero repunte para ubicarse por encima del 10 %, niveles similares a los observados desde el segundo trimestre del 2022, con una variación real de 6 %. La media móvil de 12 meses de la revisión de salarios contractuales para empresas privadas se incrementó a un nivel de 9.3%, mientras que la de empresas públicas se ubicó en 4.1%.

El financiamiento total en la economía incrementó su ritmo de crecimiento en términos reales con una expansión anual de 2.8 %, impulsado por el dinamismo del financiamiento interno. En este sentido, el financiamiento interno a empresas y hogares continuó expandiéndose en términos reales, destacando el del crédito al consumo, que mantiene un elevado ritmo de crecimiento, sobre todo en el rubro de tarjetas de crédito. Además, si bien los niveles de morosidad de la cartera crediticia bancaria se mantienen en niveles relativamente bajos y estables, se ha observado un aumento marginal en el componente de consumo.

Respecto a la posición cíclica de la economía, la estimación puntual de la brecha positiva del producto se amplió en terreno positivo, sin ser estadísticamente diferente de cero.

Por su parte, con cifras a octubre, el índice de condiciones financieras en México muestra un ligero apretamiento y se mantiene en zona restrictiva, aunque en niveles relativamente bajos.

En cuanto a la evolución de los mercados financieros en México, destaca que desde nuestra última decisión las condiciones de operación del peso mostraron cierto deterioro ante el ambiente de aversión al riesgo a nivel global y el fortalecimiento del dólar estadounidense. Así, el peso presentó volatilidad con un amplio rango de operación, registrando durante el periodo una depreciación de hasta 6 %, aunque mostrando una reversión durante las últimas sesiones, para terminar el periodo con una depreciación de alrededor del 1.5 %. El mercado accionario presentó un desempeño negativo afectado por el sector industrial. Los valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos con aumentos de hasta 20 puntos base en el sector de corto plazo y disminuciones de hasta 9 puntos base en el de largo plazo.

A septiembre de 2023, los ingresos presupuestarios presentaron faltantes, principalmente en ingresos petroleros y tributarios, compensados de manera parcial por excedentes no tributarios y de organismos y empresas.

Sin embargo, el gasto se ubicó por debajo de su calendario en una mayor magnitud que el faltante de ingresos; la mayor desviación se observó en el gasto programable. En consecuencia, el balance público fue más superavitario que el previsto en el calendario.

Se estima que en 2023 se ejerza un gasto por debajo de su nivel aprobado. Su desviación sería de mayor magnitud que los faltantes previstos en los ingresos públicos. Con ello se cumpliría el déficit en el balance público para este año anunciado en los Criterios Generales de Política Económica 2024, el cual es menor al déficit aprobado en la Ley de Ingresos de la Federación 2023.

La Ley de Ingresos de la Federación 2024 fue aprobada por el Congreso sin modificaciones al marco macroeconómico ni al nivel de ingresos. También se aprobó el déficit de balance público de 4.9 % del PIB planteado por el Ejecutivo. Destaca que se aprobó reducir la tasa del Derecho por la Utilidad Compartida que paga Pemex a 30 % en 2024, desde 40 % en 2023. Todo esto, aunado a los cambios en la estructura del gasto público, imprime retos significativos para la consolidación fiscal prevista por la SHCP en 2025.

Los apoyos canalizados hacia Pemex a través de diversas medidas, tanto de reducción de la carga fiscal como para su capitalización, únicamente se han enfocado en resolver sus necesidades de liquidez de corto plazo. Como lo han expresado el FMI y las agencias calificadoras, al no contar con un plan que asegure la viabilidad de la empresa en el mediano y largo plazos, esta se convierte en el mayor riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y la calificación crediticia.

El panorama inflacionario en nuestro país se mantiene complejo. Si bien la inflación general ha continuado disminuyendo, su descenso ha sido más lento. En la primera quincena de octubre alcanzó 4.27 %, apoyada en la caída de la inflación subyacente, puesto que la no subyacente se mantuvo sin cambio.

Al interior de la inflación subyacente, disminuyó la de las mercancías, tanto alimenticias como no alimenticias, mientras que la de servicios continuó aumentando, por lo que este componente continúa mostrando persistencia. Por su parte, la inflación no subyacente se mantuvo en niveles históricamente bajos de 0.48% y para los próximos meses se espera que incremente para recuperar su trayectoria.

Las expectativas de inflación no ceden. Las de 12 meses, que reaccionan más oportunamente a la inflación observada, caen lentamente y se mantienen en niveles superiores al 4 %. Las de 4 años alcanzan 3.8 % y se han mantenido constantes desde noviembre de 2022. Y las de 5 a 8 años aumentaron en el margen a 3.6 %, y no muestran una reversión a sus niveles históricos de 3.5 %.

Para esta decisión, los pronósticos para la inflación incorporan un importante aumento en las previsiones de crecimiento para 2023 y 2024 que ahora se estiman en 3.4 y 3 %, respectivamente. Asimismo, se consideran las variables macroeconómicas del paquete fiscal 2024, ajustando el patrón de gasto público a lo observado en años electorales previos, en los que se adelanta la mayor parte del mismo a la primera mitad de ese año.

Con ello, las previsiones de crecimiento trimestral para los primeros dos trimestres se sitúan en niveles altos de 0.9 y 0.7 %, para regresar en la segunda mitad del año a 0.4 %, consistente con el ritmo inercial de la economía. Derivado de lo anterior, se estima un ligero repunte en la inflación general para los meses de noviembre y diciembre, para después continuar la trayectoria anterior. Así, se mantiene la previsión de que la convergencia a la meta se logre en el segundo trimestre de 2025.

Sin embargo, considero que los siguientes factores pueden obstaculizar dicha trayectoria prevista y tornar más compleja la conducción de la política monetaria.

En primer lugar, los supuestos de crecimiento para la economía mexicana en el cuarto trimestre de 2023 parecen estar subestimados.

Segundo, como lo señaló el FMI en su reporte relativo a la Consulta del Artículo IV con México en octubre pasado: *“La trayectoria fiscal planeada para 2024 es indudablemente procíclica… Es probable que esta conduzca a una trayectoria de mayores tasas de interés, un peso más fuerte, una mayor razón de deuda a PIB, y a una disminución de la inflación más lenta de lo que de otra manera sería…”* Dichos elementos no parecen haber sido incorporados en nuestros pronósticos.

La posibilidad de presiones fiscales adicionales derivadas de las necesidades de apoyo a la población afectada por el huracán Otis en Guerrero.

Dichas condiciones se presentan en un momento en que la estimación puntual de la brecha del producto se ubica en terreno positivo y con una perspectiva de mayor estrechamiento.

En el ámbito externo, la prolongación de la estrategia de mayores tasas por mayor tiempo de la Reserva Federal puede detonar nuevos episodios de depreciación como los observados recientemente, que tengan impactos significativos en nuestros pronósticos de inflación. Asimismo, la prolongación o el escalamiento de los conflictos geopolíticos podrían afectar los precios de materias primas clave, en especial energéticos como el gas, y la estabilidad de los mercados financieros.

Así, considero que el balance de riesgos para la inflación en México ha incrementado su sesgo al alza, con una actividad económica más resiliente, una posición cíclica de la economía en terreno positivo, un mercado laboral apretado, persistencia de la inflación subyacente, expectativas de inflación que no revierten y política fiscal procíclica.

Por todo lo anterior, estimo que, si bien se ha avanzado de manera significativa en el proceso de desinflación, prevalece un entorno de elevada incertidumbre y riesgos, por lo que aún no podemos declarar el triunfo en la batalla contra la inflación y no debemos bajar la guardia. Es necesario preservar el nivel de

restricción monetaria alcanzado. En esta línea, mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%.

En mi opinión, la comunicación de esta decisión debe mantener el tono de cautela, enfatizar la elevada incertidumbre y un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza. Si bien los modelos presentados por el *staff* indican la posibilidad de un ajuste a la postura monetaria en el primer trimestre del próximo año, ello se encuentra sujeto a supuestos que pueden cambiar rápidamente en el entorno adverso que enfrentamos. Por ello, considero que no es prudente ni necesario en esta decisión adelantar una señal que podría cambiar muy pronto, sobre todo cuando el mercado ya ha internalizado la posibilidad de un primer recorte de la tasa entre marzo, abril y mayo. En mi opinión debemos mantener una postura abierta, dependiente de datos y volver a evaluar dicha comunicación en la siguiente decisión.

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

El entorno económico en el cual el Banco de México ha conducido la política monetaria ha ido evolucionando a lo largo de este episodio inflacionario. Diversas presiones sobre los precios se han ido mitigando, a medida que los efectos de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania se han venido disipando. Lo anterior, junto con las condiciones monetarias apretadas alrededor del mundo, ha contribuido al descenso que ha exhibido la inflación a nivel global. Si bien se anticipa que esta continúe disminuyendo hacia las metas de los bancos centrales, el camino no se encuentra exento de retos. En Estados Unidos el crecimiento de la actividad ha resultado más resiliente al previsto. De manera relacionada, se ha afianzado la perspectiva de que los bancos centrales de economías avanzadas mantengan tasas de referencia altas por un lapso extenso. Además, se ha observado volatilidad en los mercados financieros. El conflicto en Medio Oriente podría tener repercusiones sobre la actividad económica e inflación a nivel global, si bien hasta el momento los efectos han sido acotados. En este entorno externo que continúa siendo complicado, el proceso de desinflación ha seguido avanzando en nuestro país. Las inflaciones general y subyacente han continuado exhibiendo una trayectoria a la baja. Ello en un contexto en el que la actividad económica nacional ha mostrado resiliencia. Si bien el proceso de desinflación aún no ha concluido y seguimos enfrentando retos, considero relevante destacar el importante avance que se ha logrado, así como el enfoque de cautela que hemos seguido en el manejo de la política monetaria.

Profundizando en el entorno económico, desde nuestra última reunión, la inflación general anual siguió descendiendo en un amplio número de economías avanzadas y emergentes, aunque en algunos casos exhibió cierto repunte. Asimismo, en la mayoría de las economías permanece aún en niveles altos y por encima de las metas de las autoridades monetarias. Por su parte, el componente subyacente ha registrado reducciones más graduales que la inflación general. Ello debido, en parte, a presiones sobre los precios de los servicios.

En el tercer trimestre del año, la actividad económica global habría crecido a un ritmo mayor que en el segundo trimestre de 2023 y por arriba de lo que se anticipaba a principios del trimestre. Las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial por parte de organismos internacionales permanecieron sin cambios. No obstante, para Estados Unidos, las previsiones para 2023 y 2024 se revisaron al alza. La economía estadounidense se ha distinguido por su resiliencia.

En este entorno, se anticipa que los bancos centrales de economías avanzadas ya hayan concluido su ciclo alcista o estén próximos a hacerlo. Ante la narrativa de estas instituciones, analistas y mercados prevén que las tasas de referencia se mantengan en niveles altos durante un lapso extenso. En el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, en su última reunión mantuvo sin cambios el rango para la tasa de fondos federales. Su presidente señaló que las decisiones subsecuentes seguirán dependiendo de los datos disponibles.

En los mercados financieros a nivel global, diversos factores, como la perspectiva de tasas de referencia elevadas por un tiempo mayor al previamente anticipado, preocupaciones sobre la trayectoria de la deuda pública en algunas economías avanzadas, como la estadounidense, y el escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, propiciaron un incremento en las tasas de interés soberanas a nivel global y una apreciación del dólar estadounidense respecto de la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes. No obstante, estos movimientos, que se habían observado en los mercados financieros internacionales después de nuestra reunión de septiembre, tendieron a revertirse recientemente.

En el caso de los mercados financieros nacionales, en línea con la fortaleza del dólar estadounidense y de los incrementos de tasas de interés, principalmente de bonos del Tesoro de Estados Unidos, que ambos observaron durante octubre, la moneda nacional exhibió una depreciación y mayor volatilidad. Sin embargo, al considerar lo acontecido a lo largo de 2023, el peso mexicano siguió destacando entre sus pares por su comportamiento resiliente. Las tasas soberanas en México exhibieron una alta correlación y sensibilidad ante la evolución de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Así, la curva de rendimiento de valores gubernamentales registró un desplazamiento al alza. No obstante, ante los acontecimientos recientes en los mercados financieros internacionales, tanto las tasas de interés soberanas del país como el peso mexicano, revirtieron los ajustes que habían exhibido desde nuestra última reunión.

La actividad económica nacional ha seguido mostrando un crecimiento robusto y el mercado laboral se mantiene con fortaleza. La estimación oportuna del PIB indica un ritmo de crecimiento ligeramente mayor al observado durante los dos primeros trimestres del año. La producción industrial continuó expandiéndose, 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 buen desempeño en meses recientes. Los servicios continuaron mostrando una tendencia al alza, aunque con un comportamiento diferenciado entre sus sectores. Asimismo, la desaceleración de la demanda externa, sobre todo de las manufacturas distintas del equipo de transporte, se ha reflejado en la debilidad de este último sector. Así, el gasto interno en el dinamismo de la actividad económica del país, ha adquirido una mayor relevancia.

Hacia delante, se espera que la economía mexicana siga mostrándose resiliente. Se estima que el gasto interno continúe impulsándola. Sin embargo, no puede descartarse una desaceleración significativa de la economía estadounidense mayor a la esperada que modere la demanda externa que enfrenta el país. En cuanto a la posición cíclica de la economía, esta sugiere condiciones de estrechez. Si bien se prevé que esta vaya desvaneciéndose hacia 2025, será necesario permanecer atentos de las implicaciones sobre el proceso de formación de precios de la economía.

El proceso de desinflación en México ha avanzado de manera significativa. Ello debido a la postura monetaria alcanzada y ante la disipación de los efectos de los choques. En este contexto, la inflación general anual ha registrado una clara trayectoria a la baja. Ello después de haber alcanzado en agosto de 2022 su máximo de 8.7 % en este episodio inflacionario. En octubre de 2023 se ubicó en 4.26 %. Esta cifra es la más baja desde febrero de 2021. La contribución del componente subyacente a esta reducción ha sido cada vez más importante, de modo que en los últimos meses explica casi la totalidad del descenso que ha seguido exhibiendo la inflación general.

La inflación subyacente, que refleja mejor la tendencia de la inflación, ha disminuido desde su máximo de 8.51 % en noviembre de 2022 hasta ubicarse en 5.5 % en octubre de 2023. Es decir, ha descendido aproximadamente 300 puntos base durante casi un año. No obstante, en su interior se observan dos comportamientos distintos. Por una parte, la inflación anual de las mercancías ha mantenido una clara tendencia a la baja desde noviembre de 2022, cuando alcanzó su máximo de 11.28 %, hasta octubre de 2023, cuando se situó en 5.64 %. Para dimensionar la magnitud de esta caída señalaría que, en julio de 2021, justo al inicio del ciclo alcista, la inflación de mercancías se ubicó en 5.74 %. Es decir, en los 16 meses subsecuentes aumentó aproximadamente 550 puntos base hasta alcanzar su máximo en este episodio, mientras que en la fase descendente ha revertido dicho incremento en poco menos de un año. Este

descenso relativamente rápido de este componente ha reflejado la normalización en el funcionamiento de las cadenas de producción y distribución, así como los menores precios de diversos insumos respecto de los observados el año previo. También ha coadyuvado la apreciación que ha registrado el tipo de cambio desde mediados del año pasado. Ello contribuyó a liberar presiones sobre los precios de los bienes importados, ya sean insumos o bienes finales.

Por su parte, la inflación anual de los servicios continúa sin exhibir un claro punto de inflexión a la baja. Como ya lo hemos señalado, el comportamiento de este componente obedece, primordialmente, a que, ante la lenta recuperación de la demanda por servicios, las empresas en este sector no habían podido traspasar a sus precios la totalidad de los mayores costos en los que incurrieron debido a los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania. Por consiguiente, aún persisten presiones acumuladas que siguen incidiendo sobre este componente. Así, después de haberse ubicado en 5.71 % en marzo de 2023, la inflación de servicios se situó en 5.34 % en octubre.

Por su parte, la inflación no subyacente, que había pasado de 10.65 % en agosto de 2022 a -0.67 % en julio de 2023, en sus últimas lecturas presentó nuevamente variaciones anuales positivas. No obstante, continúa en niveles atípicamente bajos. En particular, se situó en 0.56 % en octubre. Además, el repunte ha sido menor del previsto.

Considero que los niveles actuales de inflación, particularmente de la general y del componente subyacente, ilustran el importante camino por el que ya hemos transitado en este proceso de desinflación. No obstante, también reflejan el tramo que aún nos falta por recorrer para llegar a la meta. Al respecto, si bien varios de los efectos de los choques que han afectado a la inflación, como mencioné, se han ido mitigando, estos todavía no se han desvanecido del todo, por lo que nuestra tarea no ha concluido.

En cuanto a nuestros pronósticos de inflación, salvo cierto ajuste a la baja en el corto plazo ante cifras recientes de inflación menores a lo previsto, estos permanecen prácticamente sin cambio. Ello después de que dichos pronósticos se habían revisado al alza en la decisión de septiembre ante las presiones sobre el componente de servicios. Así, para esta reunión seguimos anticipando que las inflaciones general y subyacente continúen reduciéndose durante 2024, de modo que la inflación converja a la meta hacia el segundo trimestre de 2025. Este comportamiento descendente considera las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, así como la perspectiva de que continúe la mitigación de diversas presiones sobre la inflación.

Estas previsiones para la inflación se encuentran sujetas a riesgos. Al alza destacaría la posibilidad de que la inflación subyacente persista en niveles elevados, así como mayores presiones de costos. Agregaría episodios de depreciación cambiaria, ante eventos de volatilidad financiera internacional, que resulten más severos respecto de lo observado en las últimas semanas. A la baja enfatizaría una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada, así como un menor traspaso de algunas presiones de costos. Considero que el balance de riesgos permanece sesgado al alza. Sobre este punto, quisiera enfatizar que seguir catalogando de esta manera a este balance no significa, de ninguna manera, que se considere que el entorno inflacionario siga siendo igual de adverso que en el año pasado. En aquel entonces las inflaciones general y subyacente llegaron a exhibir una clara y pronunciada tendencia ascendente, y el sesgo al alza significaba la posibilidad de que la inflación aumentara a un ritmo aún mayor del que estábamos observando, encima desde luego de nuestra trayectoria central.

Actualmente, ya en la fase de desinflación, el sesgo al alza quiere decir que, en caso de que llegaran a materializarse algunos de los riesgos al alza, la inflación pudiera disminuir de manera más gradual de lo que esperamos. Por consiguiente, destacaría que, si bien seguimos caracterizando el balance de riesgos como sesgado al alza, el contexto actual es muy distinto al que teníamos el año pasado.

Enfatizaría que algunos riesgos al alza incluso podrían haberse atenuado, en alguna medida, precisamente como resultado de la reducción de la inflación. Por ejemplo, uno de los principales riesgos al alza que hemos subrayado a lo largo de este episodio y que considero sigue siendo relevante, es la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados. Al respecto, la evidencia empírica sugiere que mientras más elevados sean los niveles observados de inflación, el riesgo de que la inflación alta se arraigue en la economía es mayor. Por consiguiente, la reducción que ya ha mostrado el componente subyacente podría haber moderado, en cierta medida, dicho riesgo.

Considerando todo lo anterior, enfatizaría que el panorama inflacionario es menos adverso de lo que enfrentamos en 2022. No obstante, sigue siendo complicado y con riesgos al alza. Por consiguiente, en la conducción de la política monetaria se requiere de un enfoque de cautela, como el que hemos seguido. Así, en mi opinión, y es este el sentido de mi voto, el entorno económico y financiero actual sugiere que la tasa de referencia deberá mantenerse en su nivel actual, al menos en lo que resta de 2023. Ello considerando la revisión de pronósticos de inflación y actividad de la decisión de septiembre, las presiones actuales sobre los precios, principalmente de los servicios, y los niveles de inflación que todavía prevalecen.

No obstante, juzgo importante reconocer que, aunque la inflación aún se encuentra por encima de la meta del Banco Central, el avance en el proceso de desinflación, como mencioné, ha sido significativo. La inflación general ha venido disminuyendo desde el tercer trimestre de 2022, mientras que el componente subyacente desde el cuarto trimestre de ese mismo año. Asimismo, se anticipa que hacia delante dicho proceso continúe. Así, para el primer trimestre del próximo año, se prevé que las inflaciones general y subyacente se sitúen en niveles menores a los actuales, con la perspectiva de seguir disminuyendo y los servicios ya presentarían una tendencia a la baja. En este contexto, en las reuniones del primer trimestre de 2024 se podría comenzar a evaluar la posibilidad de algún ajuste a la baja en la tasa de referencia, de manera que la postura de política monetaria restrictiva continúe coadyuvando a la reducción de la inflación. Lo anterior no implica necesariamente que vaya a reducirse la tasa de política en esas reuniones, dada la incertidumbre que aún prevalece, sino que dicha opción podría estar sobre la mesa. La decisión que en su momento tomemos dependerá de la información disponible con la que contemos.

Agregaría que, si bien el progreso en la reducción de la inflación nos permitiría comenzar a contemplar reducciones en la tasa de referencia, ante los retos que aún prevalecen, habrá que actuar con cautela. En este sentido, los ajustes a la baja, cuando las condiciones macroeconómicas los permitan, serían graduales. Asimismo, dependiendo del desenvolvimiento que vaya exhibiendo el panorama para la inflación, no necesariamente estaríamos ante un ciclo de bajadas continuas. Además, las decisiones deberán ser tales que la postura monetaria se mantenga sólida para lograr la convergencia de la inflación a la meta.

Finalmente, reiteraría que la prioridad para la política monetaria debe seguir siendo que la inflación descienda y que se consolide un ambiente de inflación baja y estable en nuestro país. Ello, en congruencia con nuestro mandato prioritario de estabilidad de precios y en beneficio de la población mexicana.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 9 de noviembre de 2026

www.banxico.org.mx