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 24 de septiembre de 2020

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 24 DE SEPTIEMBRE DE 2020

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 23 de septiembre de 2020.

Asistentes:
Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Arturo Herrera Gutiérrez, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La recuperación de la actividad económica global ha continuado en los últimos meses. A pesar de ello, en la mayoría de los países el nivel de actividad se encuentra todavía por debajo de lo registrado a principios de año y el nivel de holgura en la economía mundial se mantiene elevado. Por su parte, la inflación de economías avanzadas y emergentes se ha mantenido baja debido a la caída en la demanda agregada, si bien la inflación de alimentos se ha incrementado a raíz de una recomposición del gasto.

Con respecto a principios de año, los mercados financieros internacionales continúan mostrando un cierto deterioro; las monedas de países emergentes presentan una depreciación importante con respecto al dólar y las primas de riesgo continúan elevadas. Sin embargo, en las últimas semanas los mercados han mostrado una cierta mejoría impulsados en parte por las políticas implementadas en las economías desarrolladas. Asimismo, a pesar de una cierta volatilidad, las divisas de algunas economías emergentes se han apreciado frente al dólar y las primas de riesgo han disminuido. También hubo una ligera recuperación en los flujos de entrada orientados a activos de renta fija.

Se prevé que los mercados continúen fortaleciéndose conforme avance la recuperación económica y el posible desarrollo de una vacuna. Desde luego existen riesgos potenciales, entre los que destaca el proceso electoral en Estados Unidos y la posibilidad de rebrotes de contagio en diversos países.

En su más reciente decisión, la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia en su nivel mínimo e indicó que planea permanecer ahí por un periodo prolongado. La mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed anticipa que la tasa permanecerá en su nivel actual por lo menos hasta finales de 2023. Asimismo, señaló que incrementarán sus tenencias de bonos por lo menos al mismo ritmo con el que se han venido incrementando, con el fin de fomentar condiciones financieras acomodaticias que permitan que continúe el flujo de crédito a hogares y empresas.

Los bancos centrales de otros países desarrollados mantuvieron sus tasas de interés en niveles históricamente bajos y reiteraron su compromiso de mantener su postura acomodaticia por un periodo prolongado. Por su parte, la expectativa de la tasa de referencia promedio de economías emergentes al cierre de 2020 se encuentra por debajo de 3 %.

En cuanto a la actividad económica de México, la información disponible sugiere que la recuperación iniciada en junio continuó durante el inicio del tercer trimestre. El sector más dinámico hasta ahora ha sido el secundario, impulsado por la producción manufacturera. Se anticipa que el sector terciario continúe recuperándose gradualmente, si bien a un ritmo menor que el secundario en tanto no exista una reapertura total de actividades.

Con respecto a los componentes de la demanda agregada, las exportaciones han mostrado una recuperación vigorosa, mientras que la inversión no ha mostrado señales de recuperación. La debilidad de esta se observa en los datos del segundo trimestre y en los indicadores más oportunos de construcción e importación de bienes de capital. En cuanto al consumo, durante agosto algunos indicadores ya se ubicaron muy cerca de sus niveles previos a la pandemia. Otros indicadores, como las compras con tarjeta de crédito o las ventas internas de autos, permanecen deteriorados.

En lo que se refiere al mercado laboral, este aún continúa muy afectado, aunque poco a poco ha comenzado a normalizarse. La pérdida de empleos tocó fondo durante julio y durante agosto ya comenzó a observarse una incipiente recuperación en el empleo formal del sector privado. A pesar de ello, los niveles de subocupación y de desempleo encubierto en forma de salida del mercado laboral aún continúan en niveles muy elevados.

Por otro lado, la variación del crédito de la banca comercial a las empresas continúa en terreno negativo. Esto es particularmente preocupante para las empresas de menor tamaño, las cuales presentaron en julio una caída de -5.4 % a tasa anual. El diferencial entre la tasa que enfrentan estas empresas y la tasa libre de riesgo continúa incrementándose, lo que implica que el costo del crédito no está disminuyendo al mismo ritmo que la tasa de referencia, ni a un ritmo suficiente como para que se restablezca el flujo crediticio.

En cuanto a los precios, durante la primera quincena de septiembre la inflación general estará por encima de 4 %. Lo anterior es el resultado de un comportamiento diferenciado entre sus componentes. Mientras que los servicios y los energéticos tienen inflaciones por debajo de sus respectivos promedios históricos, las mercancías alimenticias y los productos agropecuarios exhiben inflaciones acumuladas por encima de estos niveles. No obstante, los datos más recientes de estos dos últimos componentes sugieren una cierta tendencia a la moderación o estabilización.

A pesar del reciente aumento en la inflación, las expectativas inflacionarias provenientes de encuestas para el mediano plazo y el cierre de 2021 se han mantenido estables. Además, las expectativas para los siguientes 12 meses han venido disminuyendo de manera sostenida después de haberse incrementado al inicio de la pandemia, si bien aún continúan por encima del nivel objetivo. Por su parte, el promedio de 1 a 10 años de las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado se ubicó en septiembre en cerca de 3 %. Estos resultados sugieren que el incremento recientemente observado en los precios es considerado como transitorio y que no ha contaminado a las expectativas de inflación.

Hacia delante, los precios seguirán contenidos por una demanda agregada deprimida y por los bajos precios de los energéticos. Algunos sectores que originalmente experimentaron un incremento en sus ventas y sus precios como consecuencia de una recomposición del gasto hoy comienzan a resentir los efectos de la caída en la demanda agregada. Es por ello que, en mi opinión, los riesgos para la inflación se encuentran balanceados y no se encuentran elementos que pudieran afectar en forma significativa la trayectoria que ya se ha anticipado en los pronósticos del instituto central. Esto implica que se anticipa que la inflación regresará a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

En lo que respecta a los mercados financieros nacionales, fue notoria la tendencia a la apreciación que mostró recientemente el peso mexicano. De hecho, a pesar de un episodio reciente de gran volatilidad, la moneda nacional se ha apreciado en más del 10 % desde que alcanzó su punto mínimo a finales de marzo. Por su parte, el riesgo soberano de México continuó mejorando y actualmente se encuentra ligeramente por

encima de su nivel de principios de año. En lo que respecta a los mercados de deuda, se observó una marcada mejoría en las condiciones de operación, en sincronía con los mayores flujos de capital.

En la medida en que las perspectivas de crecimiento económico mejoren, es posible que los mercados financieros, incluyendo la bolsa de valores, también lo harán. Hacia delante se prevé que los mercados financieros sigan mejorando conforme se avance en la recuperación, sin descartar posibles episodios de volatilidad.

Con base en todo lo anterior, mi voto es a favor de disminuir en 25 puntos base la tasa de referencia a un nivel de 4.25 %. Considero que lo anterior beneficiaría a la economía mexicana sin poner en riesgo la estabilidad de precios. Considero que, en general, el ciclo de relajación debe desacelerarse, pero que aún podría tener espacio para continuar ya que, desde varias perspectivas, la flexibilización monetaria es todavía insuficiente.

Una primera perspectiva consiste en comparar la flexibilización actual con la aplicada durante la crisis financiera de 2008-2009. En aquel entonces, la caída del PIB fue de -6.5 % en los primeros nueve meses de 2009, mientras que en los primeros seis meses de 2020 la caída ha sido de -10.1 %, por lo que el episodio actual presenta ya una contracción más severa que la de 2009. Esto implica que, para contribuir a su reactivación, es posible que la economía requiera de una tasa de interés real cercana a la registrada en aquél entonces, cuando la flexibilización monetaria llevó la tasa real a niveles incluso negativos.

Por otro lado, algunos analistas han postulado que el Banco de México debe mantener la tasa nominal en 4.5 % ya que este fue el nivel mínimo alcanzado en el ciclo de relajación de 2008-2009. Sin embargo, este argumento no toma en cuenta que la contracción actual es más severa. Tampoco considera que, tanto la inflación como sus expectativas, tienen hoy un comportamiento mucho más favorable que el de hace 11 años. Debe notarse, por ejemplo, que las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses hoy están en 3.58 %; mientras que en 2009 se encontraban muy por encima de 4 % y en algún momento rebasaron incluso el 5 %. Asimismo, la persistencia de la inflación mensual se ha reducido a menos de la mitad del valor que tenía en 2009, lo que contribuye a prevenir la contaminación de las expectativas. Dicha mejoría en el comportamiento de la inflación y de sus expectativas, abre la oportunidad de llevar a cabo un relajamiento al menos equivalente al de 2009. En ese sentido, detener el actual ciclo de relajación implicaría desconocer los logros alcanzados por el propio Banco de México y significaría privar a la economía mexicana de un impulso adicional que podría ser altamente beneficioso y muy necesario en las circunstancias actuales.

Se ha argumentado también que la tasa de política monetaria no tiene efectos sobre la actividad real. Sin embargo, diversos estudios han mostrado que el canal de crédito de la política monetaria opera plenamente en México. Una política monetaria suficientemente acomodaticia puede reducir significativamente el costo del crédito y contribuir a que este fluya hacia hogares y empresas. Por ello, considero que la política monetaria aún puede jugar un rol importante en el proceso de recuperación económica.

En este sentido, una métrica adicional que sugiere que la flexibilización monetaria es todavía insuficiente, es que los rubros de gasto más sensibles al crédito aún continúan deprimidos. Las operaciones con tarjetas de crédito presentan una variación anual negativa y las ventas internas de vehículos, que típicamente son adquiridos a crédito, exhiben una variación anual de -25 %. La inversión, por su parte, continúa siendo el componente más débil de la demanda agregada.

Los efectos económicos negativos asociados a una tasa de interés real demasiado alta e incongruente con una demanda agregada muy débil están bien documentados en la literatura. La imposibilidad de tener una tasa de interés real suficientemente baja durante la crisis financiera de 2008-2009 provocó que la economía estadounidense se recuperara más lentamente de lo deseable. En ese caso, la restricción en la tasa real se dio por la combinación de una baja inflación y el impedimento para llevar a la tasa de fondos federales más allá del límite inferior de cero. Hace unas semanas, la Fed reconoció que han aumentado los riesgos de caer

en el límite inferior de cero con mayor frecuencia e introdujo la posibilidad de que la inflación se mantenga por encima de su objetivo de 2 % por algún tiempo. Esto implica que la tasa de interés real en ese país podrá disminuir más de lo que hasta ahora ha sido capaz de hacerlo. Con ello, la Fed está anticipando que le podría otorgar un mayor estímulo a la economía estadounidense del que podría ofrecer en ausencia de un cambio de política.

En línea con lo anterior, el Banco de Inglaterra anunció que evalúa la implementación de un nivel negativo para la tasa de referencia, lo que también le permitiría alcanzar tasas reales más bajas. Por su parte, la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes también han privilegiado el fomento de condiciones financieras acomodaticias a través de tasas reales bajas con el fin de fortalecer el flujo de crédito. De un total de 14 países emergentes analizados, en 10 de ellos la tasa de interés real *ex ante* es negativa. Incluso países como República Checa, Polonia, Hungría e India, cuyas tasas de inflación se encuentran por encima de sus respectivos objetivos, han disminuido sus tasas de interés reales a niveles cercanos a cero o inferiores. En contraste, la tasa real *ex ante* de México aún se ubica en terreno positivo.

Finalmente, algunos analistas sostienen que México no puede reducir más sus tasas de interés porque su inflación observada es mayor que la de otras economías emergentes. Sin embargo, la variable clave para la tasa real *ex ante* son las expectativas de inflación y no la inflación observada, la cual puede responder a factores que podrían ser de naturaleza transitoria. Como ya se mencionó, la inflación esperada para México no se ha modificado significativamente y se encuentra bien anclada, lo que ubica al país en una zona de tasas reales *ex ante* positivas. Esta situación eventualmente podría ser incompatible con una recuperación sostenida, lo que a su vez podría tener implicaciones negativas para la propia estabilidad financiera del país.

Por todo lo anterior, considero que sería un error mandar la señal al mercado de que el ciclo de relajamiento ha terminado. Por el contrario, considero que las condiciones actuales de la economía mexicana podrían alinearse con lo que están haciendo otros bancos centrales alrededor del mundo y tratar de contribuir a un proceso de recuperación más sólido y sostenido, sin que ello implique poner en riesgo el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios en la economía mexicana.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Mi voto es por reducir en 25 puntos base el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarla en 4.25 %. La relajación monetaria debe continuar ante una actividad económica deprimida que enfrenta una recuperación difícil y prolongada. Sin embargo, la relajación no puede desatender la presión inflacionaria que se observa, aunque sea de carácter temporal. También se debe considerar que el espacio que tienen las posturas monetarias, absoluta y relativa, empieza a estrecharse. En consecuencia, es aconsejable ajustar la velocidad del relajamiento y poner una mayor atención al desempeño de los indicadores económicos relevantes en los siguientes meses.

Debemos continuar la relajación monetaria ante una actividad económica deprimida, la cual inicia un proceso de recuperación difícil, frágil y que pudiera ser prolongado. La actividad económica medida por el crecimiento del PIB del segundo trimestre disminuyó -17.1 % respecto al trimestre anterior y se anticipa que caiga alrededor de -10 % en el año, algo nunca visto antes en nuestra vida. Existe amplia evidencia que tocamos fondo en mayo y que la recuperación empezó en junio, al parejo del proceso de la reapertura de las empresas y establecimientos. La magnitud del rebote económico en los próximos meses es fundamental para determinar cuánto tiempo tomará regresar al pico en la actividad económica observado en el tercer trimestre de 2018, para dejar atrás la fase de recuperación del ciclo económico y así iniciar una de expansión. Hay mucha incertidumbre sobre qué tan largo será esta etapa que apenas iniciamos, la cual puede ser de un mínimo de dos años hasta seis, e incluso hasta una década si la unidad de medida es el PIB per cápita. El balance del mercado laboral entre marzo y julio es muy negativo. Tenemos una pérdida de casi 6 millones de empleos, una tasa de desempleo extendida de 22.1 % en julio y como lo muestra la brecha laboral, 23.3 millones de personas necesitan un empleo de tiempo completo. Como consecuencia,

la brecha de empleo se ubica en niveles históricos. En estas circunstancias se tiene que mantener una postura monetaria expansiva hasta donde sea posible.

Sin embargo, la relajación no puede desatender la presión inflacionaria que se observa, aunque estimamos que ésta sea temporal. La inflación se ubica por encima de límite superior del rango de variabilidad de 4 % ante una combinación inusual de choques de oferta y de demanda derivados de la pandemia, que ha causado un reacomodo totalmente atípico en los precios relativos. Las proyecciones indican que estas presiones continuarán hasta el primer semestre del año que entra para desacelerarse hasta alcanzar la meta inflacionaria de 3 % al fin en 2021. Las estimaciones del propio Banco muestran que la inflación subyacente, aún se muestra sujeta a presiones derivadas de incrementos en los precios energéticos, el tipo de cambio y los salarios. En particular, el subcomponente de mercancías alimenticias se ha visto presionado por cambios impositivos en el IEPS a tabaco y bebidas azucaradas, disrupciones en las cadenas de suministro y cambio en las canastas de consumo durante la pandemia. Sin embargo, se espera que estas presiones sean temporales, ya que hay indicios de su estabilización y se prevé una tendencia a la baja hacia el final del año. Por el otro lado, la inflación del subcomponente de servicios continúa mostrando una clara tendencia a la baja y se sitúa por debajo del nivel objetivo, aunque sin ser suficiente para contrarrestar las presiones al alza en los precios de las mercancías. Por el lado de la inflación no subyacente, se observan incrementos en los precios agropecuarios y energéticos, cuya sincronización no nos favorece. Por esta razón, debemos proceder con un poco más de cautela antes de asegurarnos que el incremento en la inflación realmente sea un fenómeno temporal. Tenemos que recordar nuestro papel de nunca desatender el tema inflacionario y evitar que la pérdida del poder adquisitivo erosione aún más a los hogares que actualmente tienen mermas significativas en sus ingresos.

Esto nos lleva a pensar que debería haber un ajuste en la velocidad del relajamiento monetario debido a cuatro factores: el primero es el panorama inflacionario. El incremento de la inflación actual puede no ser temporal y choques diversos pueden desplazarnos de la trayectoria prevista. En particular, debemos evitar que se continúe con una tendencia a la alza hasta alcanzar el pico previsto en el mes de abril de 2021. La inflación subyacente ha tenido un comportamiento persistente con una media de 3.7 % desde hace 30 meses, la cual se prevé que se podría mantener hasta marzo de 2021. Por otro lado, aunque es difícil anticipar la trayectoria de la inflación no subyacente, es factible que en un descuido ésta podría revertirse a su media histórica de alrededor de 6 %, ocasionando así una desviación del escenario base. El segundo riesgo es un desanclaje de las expectativas derivado de que la inflación se haya mantenido por encima de la meta por largo tiempo, aunque por lo pronto, los analistas concuerdan que la desviación a la alza es transitoria. Pese al aumento en las expectativas de inflación de cierre de este año aún no se han presentado correcciones relevantes para 2021. Un tercer riesgo es el impacto de la política salarial y las expectativas que se tienen de un aumento importante para el 2021. En efecto, a partir de 2018 el costo unitario de la mano de obra, en particular de la industria manufacturera se ha elevado y la productividad ha disminuido. Esto implica que los márgenes de ganancia se han reducido y/o ha habido un traslado a precios parcial o total.

El segundo factor es que el espacio que ofrecen las posturas absoluta y relativa empieza a estrecharse. Por el lado de la postura absoluta, el incremento temporal de la inflación ha contrarrestado parcialmente los espacios que ofrece la desaceleración económica. Por el lado de la postura monetaria relativa, hay espacios debido a la expectativa de la permanencia de tasas de interés bajas por un largo periodo por parte de la Reserva Federal y la contención del sentimiento de aversión al riesgo a nivel global. Esto ha llevado a que nuestra prima de riesgo se mantenga en niveles bajos, aunque sin alcanzar los niveles observados antes de la pandemia. Con todo esto, nuestro diferencial de tasas no se ve tan elevado una vez que se considera la volatilidad cambiaria, por lo cual cada reducción adicional de dicho diferencial se tiene que tomar con cautela. El tipo de cambio ha mostrado una fuerte apreciación en las últimas semanas, lo que hace a nuestra divisa una de las más apreciadas en el complejo emergente. Es probable que en este panorama de mayor apetito por riesgo, el diferencial de tasas comience a tomar más relevancia. De igual forma, la salida de flujos de portafolio parece que ya se ha detenido, sin embargo, aún estamos lejos de recuperar los flujos de inversión perdidos durante estos meses. Si bien el panorama externo luce favorable, no deja de ser un

equilibrio endeble, en particular por algunos episodios de riesgo que tenemos en puerta, como las elecciones en Estados Unidos o reveces en los avances para contener la pandemia.

El tercer factor es que el mantener el ritmo actual de relajación se puede interpretar como que el objetivo de estabilidad de precios pasó a segundo término. La baja de tasas tiene un impacto limitado debido a que el canal de transmisión del crédito a través del cual opera es ineficiente. La poca profundidad crediticia y la baja inclusión financiera significan que pocas empresas tienen acceso al crédito, mientas que un bajo segmento de la población se beneficia de la reducción de las tasas del crédito al consumo e hipotecario. En contraste, el canal de transmisión de las expectativas ha mostrado una mayor efectividad. En este sentido, fortalecer la credibilidad del banco sobre su compromiso para contener el incremento de precios es fundamental.

El cuarto factor son los riesgos idiosincráticos. Entre ellos contamos de manera principal a las finanzas públicas y en especial la fragilidad operativa y financiera de Pemex. Un factor más es la incertidumbre de la inversión, lo cual obstaculiza que se consolide la recuperación económica. Debemos poner especial atención a los crecientes bloqueos ferroviarios, la toma incesante de casetas de peaje, los plantones continuos, el resurgimiento del huachicoleo y el progresivo aumento en la inseguridad, lo cual desalienta la inversión privada necesaria para un crecimiento económico sostenido. De igual manera, un riesgo para la estabilidad del sistema financiero que debemos monitorear es la no renovación del diferimiento de pagos a los créditos otorgados por la banca que se adhirieron a los Criterios Contables Especiales anunciados por la CNBV.

Además de la reducción de la tasa objetivo, el apoyo a los mercados financieros debe apuntalarse con el fortalecimiento continuo de las medidas complementarias. Debemos garantizar la liquidez necesaria a fin de que estos mercados sigan teniendo un comportamiento ordenado y que las instituciones financieras puedan proveer financiamiento a la economía. Por lo pronto, de manera preventiva ante la posibilidad de condiciones adversas, se han ampliado las medidas y extendido su duración hasta el 28 de febrero de 2021. Sin embargo, debemos seguir monitoreando de cerca su efectividad y seguir afinando sus alcances. Con estas estrategias, se complementa el soporte fundamental que da el relajamiento monetario a la estabilidad financiera y al buen funcionamiento del sistema de pagos.

En suma, debemos seguir con la política de relajación monetaria, aunque por lo pronto a un ritmo más cauteloso. De ahora en adelante, debemos estar más atentos que nunca en este proceso de ajuste al desempeño de los indicadores relevantes en los siguientes meses para determinar nuestro margen de maniobra.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

La actividad económica global empieza a dar señales de recuperación, si bien moderada y diferenciada por jurisdicción. Mientras que en la mayoría de las economías avanzadas se observa un repunte, la heterogeneidad en las medidas de contención y de los estímulos económicos en el bloque de las emergentes han incidido de forma decisiva sobre su desempeño económico.

En el agregado se registra un importante aumento en el consumo privado después de la significativa caída en abril, así como un mayor dinamismo de la inversión, la producción y del comercio internacional. Destaca China, en donde indicadores como la producción industrial, la producción de bienes de capital y las exportaciones superan los niveles previos a la pandemia.

Dada la menor contracción durante el segundo trimestre, recientemente analistas y organismos internacionales han ajustado al alza sus pronósticos de crecimiento para 2020 y a la baja para 2021, esto último por efecto base. No obstante, dichas previsiones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre, dependiendo de la evolución de la pandemia y la duración de las medidas de restricción de movilidad en tanto no existan tratamientos efectivos contra el virus.

En consonancia con las cifras positivas, los mercados laborales de diversos países reportan un desempeño más favorable, aunque en algunos casos, como la zona del euro y Japón, se ha registrado una reducción significativa en las horas trabajadas.

En cuanto a la dinámica de precios, esta también presenta un comportamiento diferenciado. En las economías avanzadas, la inflación general y subyacente se mantienen por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, a pesar del reciente repunte en los precios de los energéticos y de las mercancías ante la reapertura. Por su parte, en algunas economías emergentes, no obstante la mayor holgura, los incrementos en los precios de energéticos y, en particular, de las mercancías alimenticias, así como la depreciación de sus divisas han resultado en desviaciones positivas respectos a sus objetivos inflacionarios.

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales han pausado su ciclo de relajamiento, al tiempo que han anunciado que mantendrán sus posturas monetarias altamente acomodaticias por un período prolongado y que continuarán con los amplios programas de estímulo.

Con el fin de elevar la efectividad de la política monetaria cuando las tasas de interés se encuentran cerca de su límite inferior efectivo, diversos bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, están emprendiendo cambios significativos en sus marcos de política monetaria.

En agosto, la Reserva Federal anunció un cambio en su “Declaración sobre los Objetivos a Largo Plazo y la Estrategia de Política Monetaria” para transitar de un enfoque simétrico en su objetivo de inflación de 2 % y de máximo empleo a uno en el que se buscará un nivel de inflación promedio de 2 % en el largo plazo y mitigar los déficits de empleo respecto a su máximo. Se espera que en los próximos meses la Reserva Federal vaya definiendo los detalles sobre la implementación de esta nueva estrategia que tendrá una vigencia de al menos cinco. En este contexto, en su decisión de política monetaria del 16 de septiembre, dicho instituto central mantuvo el rango para la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 %, el cual se espera continúe hasta 2023.

Asimismo, el Banco de Inglaterra ha comenzado a evaluar la posibilidad de implementar un esquema de tasas negativas.

Por su parte, el Banco Central Europeo, junto con sus homólogos de Japón, Inglaterra y Canadá también mantuvieron sus tasas de referencia y reiteraron su compromiso de proveer mayor estímulo, en caso necesario, para conducir la inflación hacia sus respectivas metas.

Dichas medidas se suman a cuantiosos estímulos fiscales que, aunado a cifras económicas favorables, han ejercido una influencia fundamental en el optimismo de los mercados internacionales. No obstante, persiste volatilidad debido al surgimiento de factores de preocupación, como una posible revaluación de los activos del sector tecnológico, el temor de afectaciones económicas por nuevos brotes de COVID-19, el resurgimiento de tensiones comerciales internacionales debido al proceso electoral en los Estados Unidos y la incertidumbre sobre *Brexit*.

La mayoría de los principales índices accionarios aumentaron, pero mostraron un comportamiento volátil, particularmente el sector tecnológico. Las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron movimientos mixtos acotados y en Estados Unidos se observó un empinamiento de la curva ante la expectativa de mayores niveles de inflación de largo plazo. Asimismo, se observó un debilitamiento generalizado del dólar y el precio del petróleo mostró ligeras caídas.

En este contexto de menor aversión al riesgo, se observaron flujos de capital hacia activos de renta fija de economías emergentes, si bien los de renta variable continuaron registrando saldos negativos, en parte por el reciente ajuste en las expectativas de crecimiento de esas economías.

En México, tras la importante contracción registrada en el segundo trimestre, la economía ha comenzado a exhibir señales de recuperación derivado de la reanudación parcial de actividades, el relajamiento de algunas restricciones y el impulso proveniente de la demanda externa. Así, la discusión ahora se centra sobre la magnitud y el ritmo de la recuperación. En particular, los datos disponibles apuntan a una importante heterogeneidad entre sectores, siendo el de servicios el que presenta el panorama más retador.

En cuanto a la demanda, se prevé que el motor sea el sector externo. A partir de junio, las exportaciones hacia Estados Unidos han repuntado, si bien aún se mantienen en niveles significativamente menores a los previos a la pandemia. Por su parte, el comportamiento de las importaciones, el consumo y la inversión han continuado mostrando mayor atonía, sugiriendo una lenta reactivación de la demanda interna.

La afectación en el mercado laboral sigue siendo mayúscula y se estima podría tomar varios años recuperar los niveles previos a la pandemia. La tasa de participación se ha recuperado a 55 %, aunque se ubica por debajo del promedio de hace seis años, de alrededor de 59 %. Se observa la misma tendencia en las tasas de desocupación y de subocupación nacional, que se ubican en 5.4 y 17 %, respectivamente, desde niveles inferiores a 4 y 9 %.

Según datos del IMSS, después de una pérdida de más de un millón de puestos entre marzo y julio, agosto fue el primer mes en registrar creación de empleos formales por 92 mil nuevos puestos. También se observa un deterioro en la calidad del empleo, tanto por el tránsito hacia la informalidad como por el aumento en la subocupación, tal es el caso de personas que han regresado a sus puestos después del período de restricción y ahora perciben salarios menores. Asimismo, existen efectos asimétricos por género, lo cual requerirá de mayor atención.

Lo anterior sugiere que la recuperación de la economía será gradual y prolongada, y que la brecha del producto permanecerá en terreno negativo.

Desde nuestra reunión pasada, el desempeño de los mercados financieros locales ha sido mixto. La moneda nacional se apreció en 3.92 %, destacando como la segunda divisa del complejo emergente con mejor desempeño, si bien en los últimos días ha estado sujeto a tensiones adicionales. Las condiciones de operación mejoraron, sin embargo permanecen deterioradas respecto a los niveles de inicio de año. Las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron ajustes acotados y mixtos y el riesgo soberano aumentó marginalmente, mientras que el mercado accionario disminuyó 5.23 % en línea con la tendencia global.

Asimismo, en este periodo el saldo negativo de la posición cambiaria neta dejó de ampliarse y, en lo que va de septiembre, se han presentado flujos moderados de entrada de inversionistas extranjeros en instrumentos de renta fija, si bien el acumulado anual permanece negativo por más de 14 mil millones de dólares.

Por su parte, las finanzas públicas continúan siendo el elemento más crítico del marco macroeconómico. El 8 de septiembre, el Ejecutivo Federal entregó la propuesta de paquete económico 2021. La evaluación general de analistas y especialistas ha calificado como “optimistas” los supuestos subyacentes, lo que podría traducirse en faltantes de ingresos, pese al uso de recursos extraordinarios este año y, especialmente, ante su agotamiento para 2021. De cualquier forma, entre 2019 y 2020 los RFSP se elevarán de 2.3 a 4.7 % mientras que su saldo histórico aumentará de 44.8 a 54.7 %, como porcentaje del PIB. Tales cifras podrían incrementarse en caso de necesidades de capitalización adicionales para Pemex, la materialización de recortes en la calificación de la petrolera o soberana, así como por otras presiones de gasto asociadas a la extensión de la pandemia.

En una visión más prospectiva, preocupa que la propuesta de paquete económico presentada al Congreso mantenga esencialmente un espíritu inercial privilegiando los programas y proyectos prioritarios para la administración en turno, y que no responde a las circunstancias extraordinarias en el ámbito sanitario y de recesión económica que han propiciado la pandemia del COVID-19. En cuanto a las fuentes de ingreso, para 2021 se habrán extinguido los fondos de estabilización mientras que la meta de ingresos petroleros dependerá del cumplimiento de la plataforma de producción de 1.8 millones de barriles diarios, cifra superior a los 1.6 millones que se producen hoy. En cuanto al gasto, resalta un aumento de tan solo 9 % para el sector salud, excluyendo pensiones del IMSS y el ISSSTE, y una caída de la inversión pública, para llevarla a 1.9 % del PIB, la más baja en veinte años. Esta asignación de recursos, así como la rentabilidad social de los proyectos que se prevé financiar y una política adversa a la inversión privada comprometerán aún más el crecimiento potencial de nuestro país.

Hasta el momento, el sistema financiero nacional ha podido enfrentar el choque sin afectaciones mayores. Si bien a partir de abril se presentó un apretamiento en las condiciones de financiamiento bancario, los ajustes se han moderado recientemente. Asimismo, la mejora en las condiciones globales ha permitido que el mercado de deuda corporativa comenzara a reactivarse, y los índices de morosidad de la cartera de consumo y empresarial han atenuado su deterioro. Sin embargo, será fundamental dar seguimiento a la transición de la cartera y las reestructuras que se documentaron al amparo de los criterios contables especiales ante el fin de su vigencia.

Al desempeño descrito han contribuido las medidas implementadas por esta Institución, por lo que considero que la extensión de su vigencia anunciada el 15 de septiembre permitirá seguir acompañando a las instituciones, especialmente en el periodo de transición hacia la “nueva normalidad”. Sin embargo, debemos mantenernos atentos a las necesidades del mercado para proveer la liquidez que este demanda.

En cuanto a la inflación, esta pasó de 3.62 a 4.05 % entre julio y agosto, ubicándose en su mayor nivel desde mayo de 2019 y por encima de la cota superior de nuestro intervalo de referencia. Al interior, ambos componentes, subyacente y no subyacente, presentaron aumentos importantes, al pasar de 3.85 a 3.97 % y de 2.92 a 4.3 %, respectivamente.

Por lo que se refiere a la subyacente, destaca que la caída en los precios de los servicios se ha atenuado lo que, aunado a los importantes aumentos en los precios de las mercancías, principalmente las alimenticias, ha impuesto presiones al alza; por su parte, el importante repunte en los precios de los energéticos ha sobrecompensado la caída en los agropecuarios e impulsado el componente no subyacente.

Así, las expectativas para la inflación general para el cierre del año se incrementaron nuevamente, de 3.61 a 3.82 %, y para 2021, de 3.53 a 3.56 %, sugiriendo que el panorama menos favorable comienza a extenderse al próximo año. Por su parte, para el mediano y largo plazos, estas se mantienen alrededor de 3.5 %.

En línea con lo anterior, si bien los pronósticos de inflación actualizados del Banco mantienen la convergencia al 3 % en el cuarto trimestre de 2021, estos se ajustaron al alza para todo el horizonte de pronósticos.

Al inicio de la pandemia la política monetaria enfrentó retos sin precedente, al desconocer los posibles impactos que el choque tendría sobre la economía, su duración, profundidad, alcance y riesgos. Hoy contamos con información valiosa que debemos incorporar en nuestra decisión, si bien se mantiene una marcada incertidumbre.

Las últimas cifras permiten prever un repunte en la actividad económica en el tercer trimestre de 2020, sin embargo no es clara su intensidad y permanencia. Es por ello que, ante la dificultad para proyectar un escenario central de crecimiento económico, el *staff* del Banco ha mantenido tres escenarios con diferentes

trayectorias de recuperación en función de la evolución de la pandemia, la recuperación de las economías avanzadas y de la demanda interna, elementos sobre los cuales persiste un alto grado de incertidumbre.

A pesar de márgenes de holgura amplios y la apreciación de la moneda, tanto la inflación general como sus componentes mantienen una tendencia al alza, lo que ha propiciado nuevamente un ajuste de los pronósticos.

Si bien hemos observado una evolución favorable de los mercados financieros, la dinámica de precios descrita, la evolución de las expectativas de inflación, así como la persistencia de alta incertidumbre global y de factores de riesgo idiosincrático constituyen un llamado a reforzar la prudencia y cautela en la conducción de la política monetaria. Entre los riesgos internos destacan: el aumento en las preocupaciones asociadas a Pemex y a la sostenibilidad de las finanzas públicas; la prolongación de las medidas de confinamiento por un control insuficiente de la pandemia que ha tenido un impacto mayor de lo esperado en la actividad económica y que ha ejercido presiones adicionales sobre las finanzas públicas; la caída de la inversión privada y el deterioro en el clima de negocios en respuesta a la retórica adversa del Gobierno Federal y a las afectaciones a contratos sobre proyectos en marcha y la evolución de la cartera crediticia y la posibilidad de que se empiecen a observar eventos de crédito en el proceso de transición hacia el fin del periodo de aplicación de criterios contables especiales para la banca comercial.

Por todo lo anterior, mi intención de voto es disminuir en 25 puntos base la Tasa de Interés Interbancaria a un día, para dejarla en 4.25 %. Considero que con esta reducción es probable que el espacio para el relajamiento de la política monetaria se haya agotado, lo que permitirá inducir la trayectoria de la inflación y sus expectativas hacia el objetivo de 3 % en el horizonte en que opera la política monetaria.

Finalmente, considero fundamental que el comunicado de política monetaria transmita claramente el mensaje de que la trayectoria y los niveles actuales de inflación han reducido el margen para futuros recortes y que las futuras decisiones dependerán de las afectaciones que se observen en la trayectoria de la inflación hacia el objetivo de 3 %.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

La información oportuna sugiere que la actividad económica mundial, aunque con importantes disparidades entre regiones y sectores, se está recuperando durante el tercer trimestre de 2020 a un ritmo mayor al anticipado. Lo anterior, en combinación con mediciones oficiales del PIB de distintas economías que en general arrojan resultados menos desfavorables a los preliminarmente estimados para el periodo abril-junio, ha motivado revisiones a la baja de la magnitud de la contracción proyectada para este año, si bien acompañadas de ajustes menores, también a la baja, a la recuperación esperada para 2021. Cabe destacar el importante aumento de las proyecciones para la evolución tanto del PIB como de la producción industrial en Estados Unidos en 2020.

Naturalmente, las circunstancias actuales magnifican la dificultad para prever la trayectoria de la economía mundial en los próximos trimestres. A este respecto, destaca el curso que tome la pandemia. Diversos países están enfrentando rebrotes y la posibilidad de que esta experiencia se observe en otros continúa latente, por lo que no se descartan escenarios en que las medidas de contención sean extendidas y, en algunos casos, reinstauradas. Si bien es poco probable que dichas acciones sean de la magnitud y severidad de las implementadas en las primeras etapas de la pandemia, también acarrearían costos importantes para la actividad económica.

Las acciones de política económica también continuarán siendo determinantes fundamentales de la trayectoria de la economía mundial, tanto en el corto como en el mediano y largo plazos. El estímulo provisto por los principales bancos centrales ha visto reforzamientos importantes recientemente, destacando el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos con el anuncio de un objetivo de inflación promedio y otros ajustes a su marco de política monetaria. No obstante, el panorama dista de ser el mismo en otros rubros. En lo

referente a la política fiscal, la materialización de un continuo apoyo por esta vía podría estar enfrentando mayores restricciones, tanto por la falta del espacio necesario en diversas economías, como por estar sujeta a factores de índole político. Por su parte, la política comercial será crucial para la determinación de los flujos internacionales de bienes y servicios, y para una potencial reconfiguración de las cadenas globales de valor.

Los mercados financieros internacionales han continuado mostrando un comportamiento relativamente estable en las últimas semanas, pero esto se encuentra sujeto a una diversidad de riesgos que pueden dar lugar al resurgimiento abrupto de episodios de volatilidad, con implicaciones de consideración para el sector real. Entre estos, cabe señalar en primer lugar la incertidumbre asociada al proceso electoral de este año en Estados Unidos y el agudizamiento de tensiones comerciales y en otros frentes, particularmente con China. Asimismo, una corrección en los precios de algunos activos de mayor riesgo, como las acciones de empresas del sector tecnológico, desde los altos niveles alcanzados recientemente, podría dar lugar a ajustes desordenados inclusive más allá del mercado bursátil. Naturalmente, en virtud de su dependencia de las condiciones financieras externas, así como por los riesgos de naturaleza idiosincrásica que enfrentan, los precios de los activos de las economías emergentes estarían particularmente expuestos a cambios abruptos en el sentimiento de los inversionistas.

Después del fuerte descenso observado durante el periodo abril-junio de 2020, la actividad económica en México parece estar mostrando un repunte importante en lo que va del tercer trimestre. No obstante lo anterior, el desempeño económico sigue siendo preocupante. Por una parte, a pesar de la tendencia antes descrita, el nivel del PIB continúa ubicado muy por debajo de lo observado antes del inicio de la pandemia.

Además, los factores detrás de la expansión de la economía muestran una importante concentración. Por el lado de la demanda, la recuperación ha sido impulsada fundamentalmente por las exportaciones, ya que aunque el consumo y la inversión han mostrado cierta reactivación, mantienen una marcada debilidad. De manera congruente, el crecimiento de la economía se ha concentrado por el lado de la oferta en la producción manufacturera y especialmente en el sector automotriz, en tanto que los servicios se han rezagado.

El comportamiento reciente de la economía ha permitido aumentar el empleo, pero las condiciones en el mercado laboral siguen muy deterioradas. A pesar de la mejora en las últimas semanas, 5.4 millones de personas dejaron la fuerza de trabajo de marzo a julio de este año. El crecimiento del empleo a partir de mayo resultó de aumentos en el empleo informal y formal en una proporción de 3.4 a 1. Además, en julio la suma de los trabajadores desocupados, subocupados y fuera de la fuerza laboral pero disponibles es equivalente a casi 2 veces la cifra equivalente para el mismo mes del año previo.

A lo anterior cabe agregar que persiste una incertidumbre considerable en torno a la trayectoria de la economía en los próximos meses. Más allá de las dudas sobre la probable fecha en que estarán disponibles ya sea una vacuna o al menos un tratamiento adecuado para la enfermedad, como lo muestra la experiencia reciente de otros países, existe una alta probabilidad de un nuevo brote en el corto plazo, derivado principalmente de los mayores riesgos vinculados al relajamiento de las medidas de confinamiento, situación que se puede complicar con el inicio de la temporada de influenza estacional.

Por otra parte, es muy poco probable que aun con la disponibilidad de una vacuna se observe una recuperación que permita compensar de manera relativamente rápida la contracción observada en 2020. Lo anterior en virtud de que es de esperarse que el desbalance entre los determinantes del crecimiento del PIB observado recientemente continúe a lo largo del año siguiente.

La expansión más fuerte de lo esperado hasta hace poco de la economía estadounidense y del comercio mundial, en combinación con el T-MEC, deberían apoyar las exportaciones y el sector manufacturero. Sin embargo, la recuperación del consumo privado llevaría más tiempo. El efecto conjunto de un elevado desempleo, temores de contagio y la ausencia de apoyo suficiente por el lado fiscal seguramente limitarán

el crecimiento de dicha variable. El último de los factores mencionados también acrecentará los riesgos de daños de largo plazo al aparato productivo y especialmente a las empresas medianas y pequeñas. Este entorno, combinado con un ambiente de negocios desfavorable, limitaría la recuperación de la inversión privada.

En suma, independientemente de las cifras concretas, es previsible que durante 2021 la economía continúe mostrando un elevado grado de holgura. Llama la atención también que en las más recientes encuestas del Banco de México, los analistas del sector privado ya ubican el crecimiento de largo plazo de la economía mexicana por debajo de 2 %.

La inflación se ha mantenido elevada, e incluso por encima de lo esperado, al materializarse algunos riesgos al alza para el componente subyacente. De esta forma, la inflación general se ubicó en agosto ligeramente por encima del límite superior del rango de variabilidad alrededor de la meta de 3 %, en tanto que la subyacente arrojó una cifra apenas por debajo de 4 %.

Del comportamiento reciente de la inflación, también vale la pena destacar que después de una contribución negativa al crecimiento anual de los precios al consumidor de 1.6 puntos porcentuales en abril, las cotizaciones de los energéticos ya comenzaron a mostrar un efecto positivo en agosto. Además, las presiones derivadas de los precios de las mercancías han seguido generalizándose: si bien las alimenticias registran un aumento anual más elevado, las no alimenticias están contribuyendo en mayor medida a la aceleración de la inflación.

En lo fundamental, la inflación sigue determinada principalmente por los choques de oferta y demanda con efectos en sentidos contrarios derivados de la pandemia, y por el comportamiento del tipo de cambio. Esto se refleja tanto en la evolución divergente de los precios de las mercancías y los servicios, como en los aumentos observados en los distintos rubros que integran la canasta del índice de precios al consumidor. Al respecto, cabe señalar que poco más de la mitad de dicha canasta registra incrementos mensuales anualizados mayores a 4 % y, de manera simultánea, cerca de una tercera parte menores a 2 %.

Las complejidades en torno al comportamiento de la inflación no se limitan a su evolución reciente. Las expectativas tanto para la inflación general como para la subyacente para el cierre de 2020 y en menor medida para 2021 han seguido ajustándose al alza, y en el caso de este último año se ubican muy por encima de las del Banco Central. En las de largo plazo, la dispersión alrededor de 3.5 % para la inflación general ha prácticamente desaparecido, lo que es indicativo de un arraigo más firme de dichas expectativas en niveles por encima de la meta.

Tanto los choques de oferta como los de demanda que están incidiendo en el comportamiento de la inflación en algún momento se disiparán. La pregunta es cuál de ellos va a dominar a la larga. En mi opinión, por su naturaleza, tanto los choques de oferta como las presiones al alza por otros motivos sobre ciertos productos como resultado de la pandemia deberían desaparecer o cuando menos aliviarse rápidamente una vez que el problema sanitario se resuelva. En cambio, como resultado de los factores antes señalados, la debilidad de la actividad económica seguramente persistirá durante un tiempo mayor. En virtud de lo anterior, y de la magnitud de la holgura en la economía, a mi juicio el efecto de la contracción de la demanda sobre los precios debería prevalecer, permitiendo la convergencia a la meta de 3 %.

Naturalmente, este escenario enfrenta una diversidad de riesgos, no solamente derivados del comportamiento reciente de la inflación y del impacto relativo de los choques de oferta y demanda, sino también de la evolución del tipo de cambio. Esto último es de especial relevancia en un entorno caracterizado por numerosos retos, tanto internos como externos. De esta forma, si bien comparto la opinión de que el balance de riesgos para la inflación es todavía incierto, también considero que estamos enfrentando un acrecentamiento de aquellos al alza.

En los mercados financieros, desde la última decisión de política monetaria las tasas de interés no mostraron cambios significativos y se observaron ingresos moderados de capital extranjero. No obstante, las condiciones de operación en varios de estos mercados permanecen deterioradas y, como lo muestra la experiencia reciente con el tipo de cambio, el riesgo de episodios de turbulencia propiciados por factores internos o externos sigue latente. La decisión del Banco de México de extender la vigencia de las diferentes medidas adoptadas para proporcionar liquidez, apoyar el funcionamiento ordenado de los mercados y estimular el crédito en la economía, debería ayudar a enfrentar dichos retos.

Hasta la fecha, el impacto de la crisis derivada de la pandemia en el sistema financiero ha sido atenuado por las medidas implementadas para enfrentar la situación. Sin embargo, los retos se acentuarán conforme algunas de estas acciones expiren y, especialmente, al reflejarse la crisis con mayor fuerza en la solvencia de algunas empresas.

Con respecto a la política fiscal, en general el paquete para 2021 representa una continuación de la política de los dos años previos, con un énfasis en el manejo austero de las finanzas públicas y en una orientación del gasto a los proyectos y programas prioritarios de la actual administración. La contrapartida de este enfoque es la posibilidad de que un apoyo insuficiente a los sectores más afectados por la pandemia, se traduzca en costos de largo plazo para la economía. Adicionalmente, algunos de los supuestos en los que descansa el paquete podrían no materializarse. Al respecto, destacan los relacionados con la evolución de la producción de petróleo y la actividad económica, tanto en 2020 como en 2021. Los riesgos son particularmente elevados en un entorno en el que seguramente se requerirá de apoyos adicionales para Pemex y en el que no se contará con recursos de los fondos de estabilización. A mi juicio, ante los retos a los que hacen frente la economía y las finanzas públicas, es importante considerar una reorientación del gasto y reiniciar a la brevedad el análisis sobre posibles mecanismos para fortalecer de manera permanente los ingresos públicos.

Ante la incertidumbre sobre el impacto de la pandemia en la economía mexicana, no se cuenta con información clara sobre cuál será el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Los ejercicios estadísticos realizados en el Banco de México sugieren, con base en diversos escenarios posibles y tomando en cuenta los recientes ajustes a la política monetaria estadounidense, que la convergencia de la inflación a la meta de 3 % es viable durante el segundo semestre del año entrante, aun con una reducción adicional de la tasa de política monetaria. Sin embargo, los riesgos al alza para la inflación se han incrementado.

Lo anterior en virtud de tasas de inflación en las últimas semanas por encima de las expectativas del Banco Central y de la meta, que están resultando en cierto aumento de las proyecciones para los próximos meses. Además, el ajuste de 375 puntos base a la tasa de referencia desde agosto de 2019 ha disminuido o incluso revertido el diferencial de tasas de interés comparable con otras economías emergentes. Como es obvio, esto acarrea desafíos para una economía altamente expuesta a movimientos de capital y con una moneda muy líquida a nivel internacional.

Asimismo, este escenario de mayores riesgos se presenta en un contexto en el que no se ha logrado convencer a los agentes económicos ni de la viabilidad de que la inflación converja a la meta en la segunda mitad de 2021, ni del logro de dicha meta en el largo plazo. Lo anterior se combina además con otras fuentes de incertidumbre, además de las vinculadas a la pandemia: elecciones presidenciales en los Estados Unidos en un entorno de alta tensión; dificultades económicas, políticas o geopolíticas en diversas regiones del mundo; retos para las finanzas públicas de México derivados en parte de la ausencia de una solución de largo plazo a los problemas de Pemex; riesgos para la calificación soberana del país, que según diversos analistas inclusive ponen en riesgo el grado de inversión; una política salarial para 2021 por definirse, y un importante proceso electoral en México en ese año.

Bajo estas circunstancias, la implementación de una política monetaria, inclusive más prudente que en meses anteriores, es una necesidad. Esto implica, en primer lugar desacelerar el ritmo de relajamiento de la política monetaria, por lo que mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.25 %. Pero además, en segundo lugar, el reconocimiento de que los márgenes para un relajamiento adicional probablemente ya se agotaron, lo que subraya la conveniencia de una pausa. Con la información disponible, el inicio de esta hasta después de un recorte adicional no parece recomendable, si bien esto deberá definirse en su momento con base en la evolución de la inflación y sus determinantes.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La pandemia y las medidas para contener su contagio han propiciado una súbita y profunda contracción en la economía global. Ello implicó importantes contracciones en los pronósticos para la actividad económica en 2020.

Si bien las afectaciones asociadas a la pandemia tienen características similares en todos los países, el desempeño económico de estos ha sido heterogéneo, como resultado de la interacción de diversos factores: la dinámica de la pandemia, su tasa de contagio y letalidad; las restricciones de confinamiento y la recuperación de la actividad productiva de bienes y servicios; la cobertura y cuantía de los programas de apoyo al empleo y al ingreso de empresas y hogares; el peso relativo de los sectores más afectados; la flexibilidad del mercado laboral; la fortaleza macroeconómica y en particular de las finanzas públicas; el ajuste en los mercados financieros, así como la solidez del sistema financiero.

Las medidas de apoyo adoptadas en las principales economías avanzadas y la gradual apertura de la actividad productiva propiciaron una recuperación, si bien desde niveles muy bajos de actividad. En algunos casos las recuperaciones han sido mayores a las previstas originalmente. Este ha sido el caso en Estados Unidos y en menor medida en la zona euro, donde se han revisado al alza los pronósticos de actividad para 2020. Ello responde principalmente a la reapertura de actividades productivas y a las importantes medidas de estímulo adoptadas para contener las pérdidas de empleo y apoyar a una amplia gama de hogares y empresas.

Destaca la profundidad de la contracción inicial y la inflexión presentada tras la reapertura de la actividad económica. En cuanto a la producción industrial, esta llego a contraerse en su punto más bajo respecto a diciembre de 2019 en 17 % en Estados Unidos, 26.3 % en la zona euro y 29.1 % en México. No obstante, la cifra a julio muestra una contracción menor, de 7.9 % en Estados Unidos, de 5.6 % en la zona euro y de 10.6 % en México.

Por el lado del consumo, su comportamiento reciente responde principalmente a las diferentes medidas de estímulo al gasto. Así, el consumo llegó a contraerse en su punto más bajo respecto a diciembre de 2019 en 18.1 % en Estados Unidos, 20.1 % en la zona euro y 23.7 % en México. Comparando la última cifra disponible respecto al cierre de 2019 se aprecia inclusive un crecimiento de 1.4 % en agosto en Estados Unidos y de 0.3 % en julio en la zona euro, mientras que en México se registró una contracción de 12.6 % en julio.

Esto ilustra que a lo largo de la fase de recuperación están operando diversos factores, tanto por el lado de la oferta, como por el de la demanda. Así, la reapertura de actividades puede propiciar en el corto plazo una inflexión rápida en la producción de bienes y servicios pero aún en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. Por otro lado, la recuperación en el mediano plazo estará más asociada a los efectos más permanentes de la pandemia en los sectores económicos más afectados y a la fortaleza y soportes que tengan el consumo y la inversión, así como el impulso de la demanda externa.

Hacia delante, la dinámica de contagio y las acciones de distanciamiento social seguirán siendo un importante factor de riesgo para la recuperación de todas las economías y regiones, y esta recuperación seguirá sujeta a un alto grado de incertidumbre y heterogeneidad entre países. Al respecto, recientemente parece haberse agravado la dinámica de contagio en Europa. A estos factores de riesgo para la economía mundial se suman otros de índole geopolítica, electoral o de inestabilidad política en general.

Las afectaciones de la pandemia han implicado importantes choques de oferta y de demanda, los cuales también inciden en el comportamiento de la inflación. En particular, han implicado una recomposición de precios relativos, con aumentos en los precios de algunas mercancías, especialmente los alimentos, y reducciones en la de los servicios. En las principales economías avanzadas y en un amplio número de emergentes han sido mayores las presiones a la baja como resultado de las afectaciones de la pandemia en algunos servicios y por la debilidad por el lado de la demanda. Así, en dichas economías la inflación general y subyacente se ubica en niveles claramente inferiores a su meta y con una tendencia a la baja. Esto contrasta con lo que ha sucedido en México, donde la inflación es superior a su meta y ha aumentado en los últimos cuatro meses.

Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas prevén que se mantendrá la debilidad por el lado de la demanda y la inflación, general y subyacente, estarán en niveles bajos e inferiores a sus metas por un tiempo prolongado. Por ello, han reducido sus tasas de política monetaria a niveles cercanos a cero y han recurrido a programas de compra de activos a fin de estimular la demanda agregada por otros canales.

Por la importancia del dólar como moneda de reserva y su papel como referencia para las inversiones en los mercados financieros internacionales, especialmente en México, los recientes cambios en la estrategia de política monetaria anunciados por la Reserva Federal son de gran importancia e implican un cambio en su respuesta ante el comportamiento de la inflación.

De dicha estrategia destaca, primero, argumentaron que el ajuste responde a las limitaciones que enfrenta la política monetaria para incidir en la demanda agregada cuando tienen su tasa objetivo en cero y las expectativas de inflación se han mantenido persistentemente en niveles menores a su meta. Segundo, introdujeron un “objetivo de inflación promedio flexible,” señalando que podrían orientar su política monetaria hacia una inflación moderadamente superior a 2 % durante algún tiempo. Por un lado, esta estrategia retrasaría los aumentos de tasas de interés hasta que se consolide la inflación en niveles superiores a su meta, lo que reduce la expectativa de tasas de interés de corto plazo. Esto propició que tras su anuncio se depreciara el dólar respecto a una canasta amplia de divisas. Por otro lado, la nueva estrategia introduce mayor incertidumbre respecto al comportamiento futuro de la inflación, lo que puede propiciar mayores primas de riesgo inflacionario. Sobre esto último, las tasas de interés de largo plazo mostraron cierto aumento después del anuncio de la nueva estrategia. Tercero, adoptaron una nueva definición de objetivo de máximo nivel de empleo, “amplio e incluyente” y anunciaron que lo utilizarán de manera asimétrica, y sólo responderían cuando el empleo sea inferior al referido nivel máximo y no cuando sea superior a dicho nivel.

Adicionalmente, en su decisión de política monetaria del 16 de septiembre la Reserva Federal anunció que espera mantener el rango para la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0 y 0.25 % hasta que el empleo alcance su nivel máximo, la inflación se haya incrementado a 2 % y se mantenga en camino a superar moderadamente 2 % por cierto tiempo.

Esta consideración y los pronósticos presentados para las tasas de corto plazo reforzaron el mensaje de que tardarían, más que en el pasado, en responder ante los aumentos en la inflación. Ello reforzó la depreciación del dólar respecto a diversas monedas de economías avanzadas y emergentes. No obstante, los mercados financieros internacionales siguen sujetos a un alto grado de incertidumbre y factores de riesgo de difícil identificación, como los asociados a un aumento en la tasa de contagio del COVID-19 y otros riesgos geopolíticos, electorales en Estados Unidos y de mayor tensión social. Este entorno sujeto a riesgos

presentó episodios de volatilidad recientemente, con lo cual las cotizaciones de las monedas de diversas economías emergentes perdieron parte del terreno ganado en las semanas previas.

Por otro lado, las economías emergentes han tenido que enfrentar menores precios de materias primas y afectaciones en otros ingresos. Esto condujo a múltiples reducciones en las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano entre economías emergentes. El entorno de debilidad económica, incertidumbre sobre la pandemia, menores ingresos públicos y presiones de gasto, implica retos importantes para el conjunto de economías emergentes. Además, destaca que las necesidades de financiamiento del sector público para estas economías se han incrementado considerablemente y se podrían enfrentar mayores restricciones de financiamiento en los mercados financieros nacionales e internacionales.

En el segundo trimestre del año el PIB en México se contrajo 18.7 % anual, ajustado por estacionalidad. La mayor contracción mensual se presentó en abril, en menor medida en mayo, y en junio mostró una recuperación. En cuanto a la producción industrial, esta cayó 30.1 % anual, ajustado por estacionalidad en abril, pero se ha recuperado de la mano de las manufacturas y en julio ya presentaba una contracción anual de 11.6 %, ajustado por estacionalidad. La construcción ha tenido una recuperación más lenta y en julio todavía mostraba una importante contracción, -23.7 % anual, ajustado por estacionalidad. Los servicios siguen mostrando debilidad, especialmente los de esparcimiento, -28.6% anual en junio, y de alojamiento temporal y preparación de alimentos, -68.8 % anual en junio.

Por el lado de la demanda, la pandemia ha afectado considerablemente al consumo y a la inversión. El indicador mensual de consumo privado tuvo una contracción mensual de 19.6 %, ajustado por estacionalidad en abril y de 1.7 %, ajustado por estacionalidad en mayo, y mostró un punto de inflexión en junio con un aumento de 5.5 %, ajustado por estacionalidad. Destaca que en junio aún se registra un bajo nivel de consumo, 19.6 % menor al registrado el año previo. En cuanto a la inversión, esta enfrenta: las afectaciones asociadas a la pandemia, que la llevaron a registrar en abril una contracción anual de 38.2 %, ajustado por estacionalidad, y en junio un nivel 25.2 % menor a la del año previo; y un entorno poco propicio para invertir, como se destaca de los resultados de las encuestas de opinión empresarial.

Por lo que toca a la demanda externa, esta ha mostrado un mejor dinamismo y, después de una importante contracción de las exportaciones que en abril registró tan sólo el 60.4 % lo exportado en diciembre de 2019, comenzó a repuntar a partir de junio y en julio alcanzó 92.1 % del nivel de diciembre del año previo. En cuanto a los ingresos por remesas, estos se han mantenido en expansión, si bien con un comportamiento heterogéneo tanto por los estados que envían remesas, como por los que los reciben.

El empleo formal, medido a través de los asegurados en el IMSS, se contrajo 1,113,677 puestos entre febrero y junio y en julio 3,907. En cuanto a la tasa de desocupación, esta pasó de 2.9 % en marzo a 5.4 % en julio. Cabe señalar que después de una salida de más de 12 millones de personas de la fuerza laboral entre marzo y abril, para julio ya se habían reincorporado 7.2 millones.

Las afectaciones en la actividad económica y la recuperación prevista, bajo distintos escenarios, mantiene a la holgura en el horizonte de pronóstico en niveles muy amplios.

Entre los principales riesgos para la actividad económica destacan: la evolución de la pandemia y las afectaciones en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; episodios adicionales de aversión al riesgo en los mercados financieros; presiones en los ingresos públicos que afecten las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros; agravamiento de tensiones comerciales, geopolíticas, político-electorales y tensión social y problemas de solvencia en los hogares y empresas más afectados por la pandemia.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida y sostenible, que contribuya a un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la economía. Ello en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Entre los retos que enfrenta la política monetaria ante la compleja coyuntura actual destacan importantes choques de oferta y de demanda que afectan a la actividad económica y a la inflación; la fragilidad que prevalece en los mercados financieros globales, y el apetito por riesgo, que están sujetos a episodios de volatilidad y salidas de capital.

Para consolidar un ajuste ordenado de la economía nacional y mantener una inflación baja y estable, se requiere un buen funcionamiento en los mercados financieros nacionales. En este sentido, el Banco de México anunció recientemente la extensión hasta el 28 de febrero de 2021 de la vigencia de las facilidades para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero.

En cuanto al comportamiento de la inflación general, esta ha seguido resintiendo los efectos de la pandemia y se ha incrementado en los últimos meses, registrando una variación anual de 4.05 % en agosto. Después de que la debilidad de la demanda global por combustibles redujo en una primera instancia los precios de los energéticos, en los últimos meses han repuntado, reflejando los efectos de los recortes en la oferta y la reciente recuperación en la actividad económica mundial. Ello ha presionado al componente no subyacente, que en agosto tuvo una variación anual de 4.3 %.

El componente subyacente también se ha incrementado y alcanzó 3.97 % en agosto y ha estado reflejando dos tendencias opuestas. Por un lado, los servicios han reducido su variación anual, registrando 2.46 % en agosto, resintiendo una menor demanda por las medidas de distanciamiento social y la reducción del gasto de hogares y empresas. Por otro lado, las mercancías han registrado presiones al alza, alcanzando una variación anual de 5.36 % en agosto, destacando la variación anual de 7.04 % en los alimentos, bebidas y tabaco. Esto refleja la recomposición del gasto de los hogares hacia estos productos por la pandemia y presiones de costos por retos logísticos y de distribución.

La inflación ha estado sujeta a los ajustes de precios relativos descritos en un contexto de una marcada debilidad de la demanda agregada. Al respecto, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad de los rubros que presentaron choques al alza en los últimos meses han comenzado a mostrar variaciones más cercanas a su patrón promedio de los últimos 10 años.

En el escenario esperado para la inflación se prevé que en el corto plazo sus variaciones anuales sigan reflejando los efectos de los choques que se han presentado recientemente. En el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que la inflación general y la subyacente se ubiquen alrededor de 3 %. Este escenario refleja la previsión de menores presiones de oferta y los efectos de la holgura en la economía sobre la inflación en el horizonte de pronóstico. No obstante, persisten factores de riesgo para la inflación y no se pueden descartar afectaciones adicionales por el lado de la oferta o ajustes cambiarios adicionales. Por ello, el balance de riesgos asociado a la trayectoria esperada para la inflación se mantiene incierto.

Considerando todo lo anterior, en particular los escenarios previstos para la inflación y el espacio que, si bien limitado, en balance otorgan a la política monetaria, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.25 %. Hacia delante el espacio disponible con el que cuente la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre las perspectivas de inflación, incluyendo los efectos que en estas pudiera tener la pandemia.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 24 de septiembre de 2023

www.banxico.org.mx