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 27 de junio de 2019

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 27 DE JUNIO DE 2019

Lugar: Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 26 de junio de 2019.

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.
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

De acuerdo a la información más reciente, la actividad económica mundial continuó desacelerándose durante el segundo trimestre de 2019. Diversos indicadores tanto en economías avanzadas como en economías emergentes así lo demuestran. Esto ha conducido a que las estimaciones de crecimiento económico mundial para 2019 y 2020 se revisen a la baja, tal y como ocurrió con el pronóstico más reciente del Banco Mundial que se presentó este mismo mes.

Los factores detrás de esta desaceleración son múltiples, pero entre ellos sin duda destaca el tema de las disputas comerciales de Estados Unidos con sus principales socios comerciales. En ese sentido, no es sorprendente que el índice de difusión de nuevos pedidos de exportación se mantenga en zona de contracción desde hace varios meses, lo que anticipa menores volúmenes de comercio internacional y, por tanto, una menor actividad económica mundial. Además de eso, existen otros elementos de riesgo tales como la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, así como la posible presencia de nuevos episodios de estrés financiero en algunos países emergentes.

Con respecto a la economía de Estados Unidos, se puede observar una incipiente debilidad de la inversión tanto residencial como no residencial, mientras que las exportaciones ya se han comenzado a desacelerar. Así, aunque el empleo, los salarios y el consumo se mantienen aparentemente sólidos, la probabilidad de una recesión en esa economía para el próximo año ya ha aumentado a niveles que fluctúan entre 40 y 80 %.

En cuanto a la zona del euro, esta ya también presenta claros signos de debilidad tanto en los indicadores de confianza empresarial, como en los relacionados con la actividad manufacturera, especialmente en Alemania y Francia.

Por otro lado, tanto la inflación general como la subyacente han permanecido persistentemente bajas en las economías avanzadas desde hace varios años y se espera que la debilidad económica actual contribuya a mantenerla en dichos niveles. A eso pueden contribuir las perspectivas actuales sobre la probable evolución de los precios internacionales de las materias primas.

En las últimas semanas se ha acentuado el riesgo de un deterioro en las relaciones de Estados Unidos con sus principales socios comerciales, incluidos China y México, lo que inicialmente impactó negativamente los mercados financieros y en particular a los índices accionarios. Sin embargo, el incremento en la

incertidumbre asociada a estos riesgos, aunado a los indicios de debilidad económica y a la perspectiva de una inflación baja, ha elevado sustancialmente la expectativa de un apoyo monetario adicional por parte de los bancos centrales de las principales economías.

Aunque la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener la tasa de interés sin cambios en su más reciente decisión de política monetaria, en el comunicado correspondiente enfatizó el incremento de la incertidumbre, omitió la palabra "paciente" y se comprometió a "actuar para sostener la expansión". El cambio en la retórica de la Reserva Federal fue suficiente para provocar que la tasa futura de fondos federales implícita en instrumentos financieros muestre ya una disminución de más de 100 puntos base entre 2019 y 2020. Más aún, con base en la trayectoria implícita en dichos mercados, así como a partir de las opiniones de diversos miembros de la Reserva Federal, se considera inminente una reducción de al menos 25 puntos base en la próxima reunión de política monetaria que tendrá lugar en julio. Por su parte, el Banco Central Europeo también ha hecho diversos señalamientos que apuntan hacia nuevas medidas de relajación monetaria.

La expectativa de posturas más acomodaticias en los países desarrollados ha repercutido de manera positiva en los mercados financieros internacionales, provocando disminuciones significativas en las tasas de interés en todos los plazos, el registro de máximos históricos en algunos índices accionarios y una apreciación generalizada de las monedas de economías emergentes.

En parte asociado a esta percepción de mayor lasitud monetaria, se han registrado ya algunas disminuciones de tasas de interés en diversas economías emergentes y en algunas avanzadas ante las mejores perspectivas en el balance de riesgos para la inflación. Tales son los casos de Australia, Chile, India y Rusia, en lo que parece ser el inicio de un nuevo ciclo de disminuciones a escala global.

Ante dicha perspectiva, considero que los riesgos para los mercados financieros internacionales han disminuido y que su balance es a la baja. Por su parte, los riesgos de un deterioro adicional en la actividad económica global se mantienen elevados.

En cuanto a los mercados financieros en México, estos se vieron presionados recientemente por la amenaza de la imposición de aranceles por parte del Gobierno de Estados Unidos a las exportaciones mexicanas. Inicialmente, el peso mexicano sufrió una fuerte depreciación ante dicha amenaza, sin embargo, apoyado en el resultado favorable de las negociaciones entre México y Estados Unidos, la moneda nacional se apreció, logrando revertir casi por completo la depreciación inicial. Así, el peso continúa mostrando una sólida apreciación en relación con los niveles observados a finales de 2018.

Cabe señalar que el nivel actual de la moneda mexicana está sustentado tanto en el, ya mencionado, entorno externo de mejores condiciones financieras globales, como en diversos factores internos. Dentro de estos, resalta no solo el hecho de que existe una alta tasa de interés que hace más atractivos los instrumentos mexicanos de renta fija para los inversionistas extranjeros, sino también algunos otros elementos internos tales como el hecho que se haya alcanzado un nuevo acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá, T-MEC, su reciente aprobación en el Senado de México, la negociación exitosa con los tenedores de bonos del NAIM, el combate al robo de combustible y, de manera muy significativa, el compromiso de disciplina fiscal por parte de la nueva administración.

En línea con la mejora en las condiciones financieras globales de junio, las tasas de interés de los bonos gubernamentales en México presentaron disminuciones en todos sus plazos. Las tasas de bonos M están en sus niveles más bajos del año. La tasa a 10 años se ha reducido más de 50 puntos base desde la última decisión de política monetaria y más de 100 en lo que va del año. Las tasas de mediano y largo plazos han disminuido en mayor medida que las de corto, lo que ha provocado que la curva de rendimientos se invierta. Por su parte, la prima de riesgo soberano, *CDS* de México, también ha disminuido ligeramente, mientras que el índice de la Bolsa Mexicana de Valores ha retomado con mayor vigor su tendencia al alza.

El indicador que sí ha presentado un deterioro significativo es la prima de riesgo de Pemex, la cual recientemente se ha incrementado como resultado de cambios en la calificación o perspectiva de su deuda por parte de dos agencias calificadoras. Si bien esto impacta en el costo financiero de la empresa, su impacto indirecto sobre el costo financiero de la deuda soberana hasta ahora ha sido limitado. Lo anterior queda de manifiesto en la reciente disminución de la prima de riesgo soberano que se dio a la par del incremento en la prima de riesgo de Pemex. Si bien no puede descartarse que Pemex pierda el grado de inversión, esto no necesariamente debería dar lugar a movimientos desordenados en los mercados financieros, ya que una parte importante de dicho riesgo ya ha sido descontado y los previsibles movimientos de capital se pueden ir dando de manera paulatina. No obstante lo anterior, es importante seguir monitoreando dicho riesgo, el cual podría generar costos financieros adicionales en el futuro.

Con base en lo anterior, considero que los riesgos para los mercados financieros en México han venido a la baja, aunque siguen latentes los riesgos asociados a la debilidad económica global y nacional, así como a la situación financiera de Pemex.

Con respecto a la actividad económica en México, los datos más recientes apuntan a que la debilidad se ha acentuado en los meses recientes. Destaca la serie del IGAE que muestra un estancamiento generalizado en todos sus componentes: actividades primarias, secundarias y terciarias. En lo que se refiere a las actividades terciarias se observa ya incluso un significativo cambio en la tendencia, después de haber alcanzado un punto máximo a finales del año pasado. Esto último es preocupante, no solo por la importancia de dicho sector en el PIB, sino también porque los servicios fueron por mucho tiempo un sector que parecía estar aislado de los vaivenes en el resto de la economía y proveían un motor de crecimiento importante.

Por su parte, preocupa la desaceleración secular del ritmo de crecimiento del consumo privado que se ha registrado desde 2016. El último dato de la variación anual del consumo correspondiente a marzo de este año fue de solo 0.6 %. En el mismo sentido, preocupa que la inversión privada ha permanecido prácticamente estancada durante el mismo periodo y es aún más preocupante que en los últimos meses tenga ya una tendencia decreciente en su serie desestacionalizada. Cabe señalar que hoy en día la inversión es incluso menor a la que se registró en 2015. No es casualidad que el costo del financiamiento a hogares y a empresas ha aumentado de manera constante desde 2016 y que el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. Lo anterior pone de manifiesto que el mecanismo de transmisión de la política monetaria restrictiva está operando a través de canales que afectan variables reales.

Aunado a lo anterior, las expectativas de crecimiento para 2019 y 2020 por parte de los analistas del sector privado encuestados por el Banco de México han continuado disminuyendo y en mayo se ubicaron en 1.35 % para este año. Estas expectativas, sin embargo, no incluían aún el dato más reciente del IGAE, el cual fue relativamente bajo, por lo que se puede anticipar que las expectativas de crecimiento continuarán disminuyendo. De hecho, con las cifras conocidas a la fecha, es posible anticipar que el crecimiento del PIB en 2019 difícilmente será superior al 1 %. Hay incluso algunos analistas privados que ya están pronosticando un crecimiento tan bajo como 0.5 %.

En vista de lo anterior, podemos concluir que las condiciones de holgura en la economía mexicana se han ampliado considerablemente y que el balance de riesgos para el crecimiento en México continúa fuertemente sesgado a la baja.

Por su parte, la inflación anual en México viene mostrando una clara tendencia a la baja desde septiembre de 2018 cuando se ubicó en 5.02 %. De entonces a la fecha, la inflación general anual ha disminuido a solo 4 % en la primera quincena de junio, a pesar del repunte transitorio observado en los meses de marzo y abril, el cual se debió estrictamente a factores calendario.

Si bien es cierto que la disminución observada hasta ahora en la inflación general puede ser atribuida estrictamente al comportamiento de la inflación no subyacente, la cual disminuyó de 9.15 % en septiembre

de 2018 a 4.34 % en la primera quincena de junio de 2019, es posible anticipar que en los próximos meses la inflación subyacente también comenzará a disminuir; una vez que se hayan evaporado los efectos transitorios indirectos en el precio de los alimentos que se derivaron de los aumentos a los precios de los energéticos que se observaron en la segunda mitad de 2018. Cabe enfatizar que estos efectos fueron el resultado inevitable e indeseable de la confluencia de choques de oferta, en energéticos y alimentos, los cuales eventualmente terminarán por desvanecerse.

Para entender la dinámica más reciente de la inflación es útil observar un indicador que no arrastre el comportamiento inflacionario de periodos relativamente alejados y que no esté afectado por problemas de base de comparación. Un indicador que cumple con esta característica es el promedio móvil, 6 meses, de la variación mensual desestacionalizada y anualizada. De acuerdo a este indicador, la inflación subyacente muestra una clara tendencia descendente y se encuentra ya en un nivel de alrededor de 3.5 %. Por su parte, la tendencia de dicha variación para la inflación general se ubica en alrededor de 3.1 %. Si las variaciones mensuales permanecen relativamente bien comportadas, es de esperar que las variaciones anuales eventualmente converjan a estos niveles una vez que los efectos de base de comparación se desvanezcan.

En lo que respecta al pronóstico de inflación general considero que es factible alcanzar el objetivo de 3 % en el primer semestre de 2020 y que logremos estar por debajo de 3.5 % hacia finales de este mismo año. En particular, debe destacarse que la evolución reciente de la inflación ha sido mejor a la pronosticada en meses anteriores. Así, por ejemplo, el dato de inflación general anual promedio durante el segundo trimestre de 2019, que es posible proyectar con el dato de la primera quincena de junio, será de alrededor de 4.2 %. Dicho dato será menor que el pronóstico de los dos informes trimestrales publicados este mismo año, 4.3 %, y todavía más bajo que el pronóstico de inflación del informe trimestral de finales de noviembre de 2018, que era de 4.4 %. De igual forma, el dato de inflación general de la primera quincena de junio de 4 % resultó incluso muy por debajo del pronóstico del informe trimestral de mayo, el cual era de 4.27 %.

Debe enfatizarse que la inflación observada a la fecha ha sido significativamente inferior a las expectativas de inflación que se tenían a fines de 2018. En diciembre, los analistas esperaban ver una inflación acumulada al mes de mayo de 0.68 %; sin embargo, esta fue de solo 0.21 %. Si las expectativas de inflación mensual de diciembre se hubieran mantenido, la expectativa de inflación para el cierre de 2019 sería hoy de 3.32 %. Sin embargo, en la encuesta de mayo los analistas reportan una inflación esperada de 3.75 % para el cierre de 2019. El ajuste en las expectativas es sorprendente porque entre diciembre y mayo la inflación observada fue menor a la esperada. Además, diversos factores de riesgo para la inflación son menores hoy que en diciembre pasado. A pesar de lo anterior, las expectativas para el cierre de 2019 han venido al alza registrando 3.6 % en marzo, 3.7 % en abril y 3.75 % en mayo. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2019, si bien no ha mostrado grandes variaciones desde 2018 y se ha mantenido relativamente estable alrededor de 3.5 %, también ha aumentado en los meses recientes alcanzando 3.6 % en mayo.

En este sentido, cabe apuntar que la información que el Banco Central proporciona a los agentes sirve para configurar sus propias creencias respecto del estado de la economía. Por tanto, el tono o sentimiento en las comunicaciones del Banco Central puede constituir un mecanismo de coordinación o de confirmación de las creencias de los agentes privados. Por ello, no puede descartarse que el tono pesimista de los comunicados recientes sea una de las razones detrás de la reciente alza en las expectativas de inflación.

En cuanto a los riesgos para la inflación, considero que estos han disminuido sustancialmente en relación con los que se tenían en diciembre pasado. Primero, se tiene hoy en día una mejora en las condiciones financieras globales lo cual retira una presión importante sobre el tipo de cambio y, eventualmente, sobre la inflación. Segundo, se espera que los precios de los energéticos al consumidor doméstico se mantengan estables, de conformidad con la política de fijación de precios del Gobierno Federal. Tercero, estimaciones internas del Banco de México revelan que el impacto del salario mínimo sobre la inflación hasta ahora ha sido muy poco significativo, menos de una décima de punto porcentual a nivel nacional. Cuarto, las

condiciones de holgura en la economía han venido incrementándose y el balance de riesgos para el crecimiento está claramente sesgado hacia la baja.

Tomando en consideración la perspectiva favorable de las cifras observadas de inflación en lo que va del año, el contexto internacional que tiende a un relajamiento de las condiciones monetarias, así como las perspectivas desfavorables sobre el crecimiento económico, mi postura es a favor de reducir en 25 puntos base la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En mi opinión, esta postura es consistente con la convergencia de la inflación a la meta del Banco de México en el periodo en el que opera la política monetaria.

Adicionalmente, considero que el tono del comunicado de esta decisión debería resaltar los siguientes elementos: la disminución en los riesgos para la inflación que se ha experimentado desde diciembre pasado; que la inflación se ha comportado conforme a lo esperado por el Banco Central, o incluso mejor, y que se prevé alcanzar el objetivo de inflación en el futuro cercano. Esto mandaría un mensaje de certidumbre y confianza a los mercados, confirmando que la inflación está bajo control y en camino hacia la meta.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Es notoria la generalización internacional de políticas más acomodaticias ante un escenario más sobrio de crecimiento mundial y tasas de inflación más bajas. En especial, sale a la luz el esperado inicio de un nuevo ciclo acomodaticio por parte de la Reserva Federal, que pudiera empezar en algún momento de este mismo año. Dada la posición actual de la política monetaria en México, que ostenta la posición más restrictiva de cualquier otro mercado, el relajamiento potencial de la Reserva Federal brindará mayor margen de maniobra a la política mexicana. A partir de mayo de 2017, los movimientos del Banco de México han ido en sincronía con la Reserva Federal, de tal forma que se ha mantenido el diferencial de tasas alrededor de 575 puntos base desde entonces. En otras palabras, los últimos seis incrementos en el ciclo alcista del Banco fueron con la intención de mantener la posición monetaria relativa sin cambio, más no aumentarla. Ante las últimas condiciones observadas en las trayectorias de inflación, crecimiento económico y riesgos para la estabilidad financiera, no se puede justificar una ampliación de este diferencial, por lo que ante la eventualidad del relajamiento en Estados Unidos, nosotros deberíamos actuar en consecuencia para así mantener el diferencial actual.

Ante la desaceleración económica mundial, México proyecta tener una tasa de crecimiento en este año por debajo de la mayoría de los países emergentes y menor a las tasas observadas en los últimos diez años. Las tasas de crecimiento de los últimos dos trimestres fueron 0.03 y -0.17 %, respectivamente. Estas cifras, en conjunto con los resultados del Sistema de Indicadores Compuestos Coincidente y Adelantado, SICCA, que marcan un pico en el ciclo económico en octubre del año pasado, sugieren ya una alta probabilidad de una recesión. Aunque no se anticipa que esta se prolongue ni que sea profunda, sí hay incrementos visibles en las condiciones de holgura y en la brecha negativa del producto, que deben traducirse en menores presiones inflacionarias y así facilitar la convergencia hacia el objetivo puntual de inflación.

Se proyecta que tanto la inflación subyacente como la no subyacente deberían ya situarse dentro del rango de variabilidad del Banco a partir de este mes, lo que está en línea para su convergencia hacia nuestro objetivo para el segundo trimestre del año entrante. Es en este sentido, que será necesario prevenir en un horizonte relativamente corto, el inicio de un nuevo ciclo de relajación.

Sin embargo, esta decisión debe contener una alta dosis de prudencia y cautela ante los balances de riesgos prevalecientes. Es por esto, que en este momento voto a favor de mantener sin cambio el objetivo actual de la tasa de interés de fondeo interbancario en 8.25 %, pero con un tono menos agresivo en el comunicado.

La trayectoria anticipada para la inflación general es que termine el año en una tasa de 3.3 % y que alcance el objetivo de 3 % a mediados de 2020. Los riesgos que se perfilan que pudieran desviar este camino proyectado son balanceados, es decir, existe básicamente la misma probabilidad de una convergencia más

rápida que una desviación que sitúe la inflación por encima de lo anticipado. No obstante, resulta vital ver este balance en dos partes: los riesgos a las trayectorias de la inflación no subyacente y de la subyacente. Los factores que determinan una son distintos a los que determinan la otra, por lo que la primera parece estar ligeramente sesgada a la baja, mientras que la segunda al alza.

La inflación general acumulada en los primeros cinco meses de 2018, 0.21 %, es la tercera tasa más baja para un periodo similar desde que el Banco de México empezó a implementar el régimen actual de objetivos de inflación para guiar sus decisiones de política monetaria. Con los resultados de la primera quincena de junio, la tasa acumulada de los primeros seis meses del año apunta para ser la segunda más baja, superada solo por la de 2015 cuando la inflación general registró su mínimo histórico. Sin embargo, este bajo registro se explica prácticamente en su totalidad por la inflación negativa no subyacente acumulada en estos cinco meses, de menos 3.88 %, la cual resulta ser la más baja para esta estadística desde 1982, que existen las medidas de inflación subyacente y no subyacente. Por otra parte, la inflación subyacente mostró una cifra positiva de 1.6 %, la cuarta más elevada de los últimos veinte años. Este comportamiento de la inflación general y sus componentes demuestra que la variación tan pequeña de la primera se explica por el componente no subyacente. Es justo aquí donde tenemos que subrayar el carácter aleatorio y volátil de la inflación no subyacente. En el mismo tenor, la inflación general volvió a sorprender a la baja en la primera quincena de junio, producto de una tasa no subyacente por debajo de las expectativas, mientras que la inflación subyacente de nuevo sorprendió al alza.

En el caso de la inflación no subyacente, los riesgos son más simétricos, es decir, sus ocurrencias pueden favorecer o perjudicar la dinámica de este componente: Primero, el precio internacional del petróleo pudiera ser distinto a lo proyectado ante un entorno de tensiones geopolíticas entre los principales productores de crudo. Un mayor precio del petróleo afecta los precios de las gasolinas, limitando así el campo de acción del Gobierno Federal para estabilizarlos mediante la manipulación del IEPS. La simetría proviene del hecho que igual el precio del petróleo podría bajar, provocando una disminución favorable en los precios de la gasolina; segundo, pudieran presentarse condiciones adversas de las finanzas públicas bajo un contexto de menores ingresos presupuestarios, debido a la reducción de los ingresos petroleros y a caídas en la recaudación fiscal como reflejo de la ralentización de la actividad económica. Igual como el riesgo anterior, es simétrico, y tercero, el ciclo de precios del subcomponente agropecuario, el cual ha presentado una tendencia a la baja durante los primeros cinco meses del año y la primera quincena de junio, la cual pudiera revertirse. De nuevo, es un riesgo simétrico. Aunque en el corto plazo, estos riesgos parecen inclinarse a la baja, es importante señalar que el comportamiento de estos precios es exógeno a las acciones de la política monetaria, por lo que su trayectoria a la baja se debe considerar como un factor fortuito.

A diferencia de los riesgos anteriormente señalados, los de la inflación subyacente son más asimétricos y en principio, susceptibles a las acciones de política monetaria. Los principales son: primero, la posibilidad de una política comercial disruptiva por parte de Estados Unidos hacia nuestro país, con aranceles a sus importaciones provenientes de México y represalias por parte del Gobierno mexicano, que resulte en mayores precios en mercancías; segundo, una capacidad menor a la anticipada de la economía para absorber los aumentos en el ingreso laboral a causa de los incrementos directos e indirectos en el salario mínimo, que terminen por presionar a los precios en los sectores más susceptibles al costo en la mano de obra, como varios sectores de servicios; tercero, que los efectos indirectos de los energéticos y el salario base de cotización se materialicen en mayores presiones al precio de la vivienda y otros servicios, como parece indicar la evidencia al respecto, y cuarto, incrementos más pronunciados en las mercancías alimenticias ante aumentos en los precios internacionales.

Existen dos riesgos adicionales que son más simétricos: que el ritmo de crecimiento económico sea diferente a lo previsto, cambiando las condiciones de holgura, ya sea al alza o a la baja, y que los efectos indirectos de los precios de los energéticos sobre componentes de la inflación subyacente sean mayores o menores a lo previsto.

En anteriores comunicados de política monetaria se ha expresado como un riesgo al alza para la inflación el traspaso de una mayor depreciación del tipo de cambio sobre el nivel de precios, siendo esta posibilidad también de carácter simétrico. Sin embargo, no queda claro qué tan relevante sea este riesgo al considerar que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación es sumamente bajo, según estudios internos del Banco, o bien muy cercano a cero, como concluye una investigación reciente del Banco Mundial. Este estudio encuentra que el traspaso es prácticamente insignificante para economías con un tipo de cambio flexible, bancos centrales que se guían bajo un régimen por objetivos de inflación y con autonomía de las autoridades fiscales. No obstante, tampoco se puede ir al extremo opuesto de descartar este riesgo por completo, ya que el traspaso no es estático y pudiera tener un comportamiento no linear no anticipado.

Al final de cuentas, uno de los problemas principales a enfrentar sigue siendo la persistencia de la inflación subyacente a niveles cercanos a 4 %, aunado a expectativas de corto y mediano plazos que revelan falta de credibilidad en las acciones del Banco Central. Ante este hecho, hemos de vigilar muy de cerca la trayectoria y convergencia de este componente fundamental y manejar las decisiones de política monetaria con suficiente prudencia como para asegurar su abatimiento.

Analizando el crecimiento trimestral de la demanda agregada se observa que todos sus componentes presentaron variaciones negativas en el último trimestre de 2018. Para el primer trimestre de 2019 se observa una dinámica similar, con un gasto de gobierno, exportaciones e importaciones a tasas negativas. Se subraya que si bien en el primer trimestre de 2018, la inversión fija bruta presentó una tasa positiva, esto se debió a un incremento inusual en enero, tendencia que no se mantuvo en los meses siguientes y que se espera quede estancada en el corto plazo. En adición, el consumo de los hogares muestra signos de atonía después de haber contribuido con fuerza al crecimiento en periodos anteriores. Por último, las cifras para el IGAE de abril muestran signos de debilidad para el segundo trimestre de 2019, en especial para los sectores de servicios.

No se prevén cambios en el corto plazo a este escenario de estancamiento, por lo que la economía mexicana podría entrar en una ligera recesión, mientras que es altamente probable que el crecimiento del año se ubique por debajo del 1 %. Ante este escenario, se ha visto una expansión negativa de la brecha de producto, junto con aumentos en los indicadores de holgura. En principio, esto debería ayudar a disminuir las presiones inflacionarias, en especial, las que afectan la inflación subyacente. Sin embargo, la brecha laboral muestra que la tasa de desempleo se ubica por debajo de la tasa Nairu y que los aumentos salariales medios han sido más elevados que en años anteriores. Es muy posible que una parte esencial de por qué la inflación subyacente ha mostrado persistencia es que la brecha laboral y las presiones salariales han contrarrestado los efectos positivos que pudiéramos haber visto por parte de la brecha negativa del producto y las condiciones de holgura.

Los mercados financieros estuvieron presionados por una serie de choques adversos desde la última reunión de política monetaria. Este periodo se caracterizó por mayor volatilidad en los mercados cambiario y accionario, como reflejo de tres hechos: la amenaza por parte del Gobierno estadounidense de imponer aranceles a las importaciones provenientes de México; la revisión a la baja por parte de la empresa calificadora Fitch a la nota crediticia soberana y el retiro del grado de inversión a la deuda emitida por Pemex, así como un tono más acomodaticio por parte de la Reserva Federal. Si bien los mercados financieros muestran una mejoría en el margen en la actualidad, esto se debe esencialmente al diferencial de tasas en la posición de política monetaria en relación con las tasas de economías avanzadas y emergentes.

El diferencial de tasas que ofrece el país ha sido lo suficientemente atractivo como para mitigar salidas de flujos de capitales, principalmente en renta fija, tanto en posiciones de deuda gubernamental como privada. Sin embargo, cabe destacar que la incertidumbre en el mercado sí ha generado recomposiciones de madurez en las tenencias de bonos gubernamentales. Este proceso ha favorecido a las posturas de largo plazo al tándem de una menor tenencia de bonos de corto plazo, situación que explica en parte la inversión de la curva de rendimientos.

Por otra parte, es fundamental destacar que la banca nacional posee un nivel de capitalización robusto y un nivel amplio de liquidez a abril de 2019, último dato disponible. Estos indicadores reflejan que la banca es capaz de responder a pérdidas inesperadas o situaciones de tensión que se presenten en un horizonte de corto plazo. Lo anterior se confirma por las pruebas de estrés al sistema bancario que se publicaron en el último Reporte de Estabilidad Financiera.

Los ingresos presupuestarios totales del sector público, incluyendo Pemex, CFE y otros organismos de control presupuestario directo, fueron inferiores al programa en 52 900 millones de pesos en mayo. Esta reducción fue consecuencia de una plataforma de producción de crudo contraída y reducciones transitorias en la recaudación del IVA neto derivadas del proceso de devoluciones fiscales durante los primeros cuatro meses del año. Asimismo, existe el riesgo de agravamiento si se presenta una mayor desaceleración de la economía que la esperada.

Por otra parte, el gasto programable reporta un subejercicio en la aplicación de recursos a la administración pública centralizada, IMSS e ISSSTE. Las previsiones sugieren que los ingresos y los gastos del sector público cierren el año con desviaciones negativas con respecto a su programa de 2019. Ante este escenario, el margen de maniobra del sector público para compensar los faltantes en los ingresos, con el objeto de impulsar sus programas sociales y de inversión, es limitado. Esto puede orillarlos a una política de mayor carga de IEPS al precio de combustibles y/o sustracciones discrecionales al Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios, FEIP.

El riesgo más importante de las finanzas públicas en el corto y mediano plazos se debe, además del deterioro del crecimiento económico y a la dificultad en contener la caída en la plataforma de producción petrolera, a la situación financiera de Pemex. En efecto, el mayor costo financiero de la deuda pública asociada a la empresa, el apoyo fiscal y una menor producción petrolera, afectan a los ingresos públicos y obligan a ajustes en el gasto. El apoyo extraordinario del Gobierno ha sido, al parecer, insuficiente, pues si bien es necesario apoyar las perspectivas de corto plazo, es también necesario hacerlo con las de largo plazo, de carácter estructural. En suma, hace falta un plan de negocios creíble, funcional y promisorio.

Un deterioro adicional de la calificación de la deuda de Pemex podría generar volatilidad por las ventas de la deuda externa en manos de inversionistas institucionales dedicados a países emergentes y tener implicaciones para la calificación soberana. El precio de la deuda externa de Pemex ha registrado un deterioro en el mercado secundario y se registra un mayor aumento en el riesgo de sus bonos lo que podría representar menor disponibilidad de recursos en el futuro. Asimismo, un recorte de la calificación de Pemex tendría un impacto sobre las principales variables de los mercados financieros que afectaría al sector público y al privado.

Una modificación prematura de la tasa de interés a la baja puede imprimir un exceso de volatilidad a los mercados financieros en el presente o en momentos críticos, así como una recomposición de carteras internacionales. Todo ello pudiera afectar adversamente al tipo de cambio y variables claves para la estabilidad financiera. Sin embargo, persiste el riesgo de mantener una posición monetaria demasiada restrictiva y prolongada en perjuicio del crecimiento económico, las finanzas públicas y los costos financieros. Persisten los riesgos negativos de choques externos, de la no aprobación por parte de Estados Unidos del T-MEC, impactos salariales, desconfianza empresarial y de reducciones en las calificaciones soberanas y de Pemex. No obstante, si la inflación subyacente empieza a ceder y progresa hacia el objetivo puntual del Banco, estas incertidumbres empezarán a perder peso. Ante este escenario complejo, reitero mi voto de mantener sin cambio el objetivo actual de 8.25 % para la tasa de política monetaria, pero atenuada con la idea que el inicio de un ciclo a la baja se ubica en un horizonte visible.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

El crecimiento económico global parece haberse debilitado durante el segundo trimestre de 2019, bajo la influencia de las persistentes y acrecentadas medidas proteccionistas que han minado notablemente la confianza de los agentes económicos.

Los conflictos comerciales no solo debilitan la actividad económica, sino que generan un clima de incertidumbre que inhibe la inversión física y propicia volatilidad en los mercados financieros. En este contexto, dos factores de riesgo adicionales pueden representar desafíos para la economía mundial.

Por una parte, el apalancamiento corporativo y la deuda pública de un gran conjunto de países se encuentren en niveles históricamente elevados, por lo que la política fiscal, lejos de constituir una valiosa herramienta contracíclica, cuenta con poco margen de maniobra para amortiguar el impacto de la desaceleración económica, o incluso de una eventual recesión. Todo ello podría traer consigo vulnerabilidades financieras de naturaleza sistémica.

Por la otra, el recrudecimiento de disputas geopolíticas que pueden tener impacto sobre el mercado de los energéticos y, en general, sobre la economía y la estabilidad financiera globales, como el escalamiento de las tensiones en el Golfo Pérsico derivado de la salida de Estados Unidos del acuerdo nuclear con Irán y los recientes ataques a los buques petroquímicos en la zona.

En este contexto, las presiones inflacionarias a nivel mundial se mantienen acotadas. Destaca que en las economías avanzadas, la inflación se mantiene por debajo de las metas de sus bancos centrales e incluso en algunas de ellas ha presentado ligeras disminuciones. Ello ha propiciado un cambio en el lenguaje de sus comunicados de política monetaria hacia una postura más laxa.

En su anuncio de política monetaria más reciente, el Banco Central Europeo aplazó su posible primer alza de tasas de interés, al menos hasta fines del primer semestre de 2020, al tiempo que dio a conocer la posibilidad que podría bajar las tasas de referencia en un futuro previsible.

Por su parte, en su comunicado de la semana pasada, la Reserva Federal de Estados Unidos reiteró su cambio de postura, de una de “normalización con cautela y paciencia” a una previsiblemente expansiva.

En detalle, a pesar de que la Reserva Federal mantuvo sin cambios su tasa de referencia, con un voto disidente en favor de recortarla, los datos oportunos de crecimiento e inflación, el lenguaje mismo del comunicado y las nuevas previsiones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto sufrieron modificaciones sustanciales, las cuales propiciaron expectativas en el mercado de dos recortes de tasa de interés en este año.

No obstante la fortaleza del mercado laboral en Estados Unidos, en las últimas semanas resurgieron los temores de una posible desaceleración o incluso recesión en ese país, toda vez que dicha economía estaría alcanzando el periodo de expansión más largo en su historia, al tiempo que empezarán a expirar los efectos de los estímulos fiscales. Un reporte de empleo con cifras inferiores a las esperadas y un aumento en las solicitudes de desempleo han contribuido a reforzar esta hipótesis.

En suma, los nuevos posicionamientos de los bancos centrales de las principales economías avanzadas han ayudado a revertir el endurecimiento de las condiciones financieras. Los mercados emergentes, por su parte, han experimentado una reanudación en los flujos de cartera en búsqueda de mayores rendimientos, una disminución en los costos del endeudamiento soberano y un fortalecimiento de sus monedas frente al dólar.

En México, el desempeño económico continuó con su tendencia de atonía, lo que propició que la mayoría de los analistas y especialistas, incluyendo el propio Banco de México, revisaran sus pronósticos de

crecimiento nuevamente a la baja debido a la expectativa de un entorno internacional más débil y por factores internos. Así, en el horizonte de pronóstico, el balance de riesgos para la actividad económica mantiene un sesgo a la baja.

Los datos finales para el primer trimestre del año confirmaron el debilitamiento de la actividad económica. Por su parte, los datos preliminares disponibles del segundo trimestre apuntan a una ligera recuperación respecto al primero, sin embargo, se prevé que la debilidad persista. Asimismo, para el futuro previsible se espera que la inversión siga mostrando atonía y el consumo perdiendo dinamismo.

Adicionalmente, desde nuestra última reunión, dos importantes factores de incertidumbre surgieron: la amenaza por parte del Gobierno estadounidense de imponer aranceles a las importaciones mexicanas y la revisión de la calificación de deuda soberana y de Pemex, de BBB+ a BBB y de BBB- a BB+, respectivamente, por parte de Fitch; así como el cambio de la perspectiva de la deuda de ambos emisores, de estable a negativa, por parte de Moody's. Al respecto, considero pertinente expresar varias preocupaciones.

Si bien las negociaciones entre los Gobiernos de México y Estados Unidos permitieron alcanzar una suspensión indefinida en la imposición de tarifas, el acuerdo se percibe como una solución transitoria ya que se revisará tan pronto como a mediados de julio y no es clara la forma en que se medirán los resultados de los compromisos adquiridos por nuestro país. Por ello, la sola percepción por parte de las autoridades estadounidenses que México no está cumpliendo con los compromisos, así como el traslape de la agenda política electoral del presidente Trump para lograr su relección en 2020 podrían prolongar la amenaza de imposición de aranceles y, con ello, incrementar la incertidumbre para los inversionistas.

En el mismo sentido, si bien la aprobación del T-MEC por el legislativo mexicano representa una señal favorable, dicho proceso podría enfrentar complicaciones en Estados Unidos y Canadá, por lo que la implementación de ese acuerdo pudiera retrasarse de uno a dos años. De materializarse ese escenario, la discusión legislativa se traslaparía con el ciclo electoral de Estados Unidos, con lo que un desenlace positivo sería menos factible. Además, aun en el caso de ser ratificado por los congresos de los tres países, la continua amenaza arancelaria de Estados Unidos sobre México podría obstaculizar *de facto* la implementación del nuevo acuerdo comercial.

Respecto a la calificación soberana, conviene recordar que si bien diversos activos financieros mexicanos y sus derivados, como las coberturas ante incumplimiento crediticio, ya incorporaban desde hace meses la revisión de BBB+ a BBB, la preocupación respecto de ajustes adicionales se ha incrementado por posibles vulnerabilidades en las finanzas públicas. Lo anterior dado que Pemex tiene onerosas obligaciones financieras, al tiempo que es generador de ingresos para el Gobierno Federal y que los cuantiosos apoyos de este último a la empresa petrolera pueden repercutir significativamente en el cumplimiento de las metas fiscales y el perfil crediticio del país.

Por lo que se refiere a la calificación crediticia de Pemex, si bien hasta el momento solo una de las calificadoras le ha retirado el grado de inversión, después de 17 años de habérselo otorgado, el mercado ya descuenta la pérdida de esa categoría por una segunda calificadora. Al respecto, la confirmación de dicho evento podría detonar ventas forzadas de fondos de inversión por un monto calculado entre 4000 y 12 000 millones de dólares. Tal situación complicaría aún más la capacidad de financiamiento, no solo de la empresa sino de toda la economía, podría incidir en la volatilidad de los mercados financieros y comprometer la consolidación de las finanzas públicas. Cabe destacar que una situación similar podría ocurrir con CFE, cuya calificación y perspectiva también sufrieron ajustes a la baja por una agencia, si bien su deuda sigue manteniendo el grado de inversión.

Asimismo, uno de los elementos primordiales esperado por el mercado desde enero de este 2019 es un plan de negocios para Pemex, que provea una solución a los problemas estructurales que aquejan a la empresa, con una estrategia clara y creíble, que permita transformarla en una compañía viable y con

perspectivas de crecimiento. No obstante, dicha condición sigue sin atenderse. Más aun, sin contar con un marco estratégico sectorial, se han anunciado medidas aisladas que afectan el desarrollo del sector energético, como la cancelación de la última ronda de licitaciones, la construcción de la refinería de Dos Bocas, así como el proceso de arbitraje internacional iniciado por la CFE en contra de las empresas que construyeron el gasoducto marino Texas-Tuxpan, el cual pretende anular ciertas cláusulas del contrato de una obra que se encuentra concluida. Como lo han señalado las agencias calificadoras, la poca predictibilidad en la directriz de las políticas públicas en los sectores estratégicos de la economía constituye un factor clave que sigue minando la confianza de los inversionistas y presionando la dinámica de la economía y las finanzas públicas.

En adición a lo anterior, ante el entorno de desaceleración global y nacional, preocupa la posibilidad que se presente un faltante de ingresos públicos con respecto al programa. Aun considerando el uso de parte de los recursos del FEIP, el Gobierno Federal no tendrá margen para financiar el déficit con deuda, dado su compromiso explícito con la consolidación fiscal, ni tampoco tendrá espacio en el gasto, el cual ha sufrido ya una recomposición hacia rubros sociales que resultan difíciles de reducir.

Lo anterior pone en relieve la importancia de mejorar las condiciones de inversión y fortalecer los fundamentos de la economía para atraer capitales privados que compensen, en lo posible, el faltante mencionado. Para ello resulta crucial contar con un ambiente de certeza y claridad para la inversión privada, pero sobre todo, de consistencia y predictibilidad en las políticas de Estado en los sectores estratégicos, el cual daría un impulso extraordinario a la economía mexicana, que hoy registra una evidente contracción.

En el contexto descrito, desde nuestra última reunión, el índice de estrés de los mercados financieros aumentó en el margen, derivado principalmente del deterioro de los indicadores de riesgo país ante la posible reducción en la calificación crediticia de la deuda soberana.

Por su parte, si bien el peso se apreció ligeramente durante el periodo, este aún opera en niveles superiores a los observados a finales de mayo, previo al anuncio de la suspensión de los aranceles a los productos mexicanos. En línea con lo anterior, las condiciones de operación del mercado cambiario mostraron deterioros significativos, aunque parecen haberse normalizado tras el acuerdo. No obstante, no pueden descartarse futuros episodios de volatilidad cambiaria debido al resurgimiento de las tensiones ante posibles cambios en la dirección de la política arancelaria del mayor socio comercial de nuestro país.

La inflación general registró una disminución de 4.41 a 4 % entre abril y la primera quincena de junio, mientras que la inflación subyacente se mantuvo constante en 3.87 % durante ese periodo. Por su parte, la inflación no subyacente cayó de manera significativa, de 6.08 a 4.34 % en el mismo lapso, producto principalmente de la reducción en los precios de energéticos.

El resultado de la inflación subyacente es preocupante, ya que, a pesar de la postura monetaria restrictiva, muestra nuevamente resistencia a disminuir, al haberse mantenido entre 3.6 y 3.9 % desde mayo de 2018, lo que ha representado un obstáculo para converger al objetivo de inflación de 3 %.

A la fecha, la inflación general ha podido reducirse por factores exógenos a través del componente no subyacente mientras que el subyacente se mantiene en niveles elevados. Asimismo, la prima por riesgo inflacionario de instrumentos de mercado disminuyó ligeramente en el margen, pero aún se ubica en un nivel relativamente elevado.

En cuanto a las expectativas para la inflación general, estas se mantuvieron estables para 2019 y 2020, así como para los próximos cuatro años; no obstante, continúan en niveles superiores a la meta de 3 %.

En prospectiva, los pronósticos de inflación general elaborados por el *staff* del Banco de México bajo el escenario base muestran una reducción en el horizonte de pronóstico como resultado de una disminución en la inflación no subyacente. En adición, se prevé un ajuste a la baja de la inflación subyacente a partir de

2020 derivado de una mayor holgura en la economía. No obstante, dichas previsiones se encuentran sujetas a elevados riesgos y amplia incertidumbre:

Que continúen o se materialicen las amenazas arancelarias a los productos mexicanos e incluso que se inicie una guerra comercial en caso que México decida aplicar medidas de represalia, lo que traería volatilidad en los mercados financieros y una fuerte depreciación del peso.

Que la cotización del peso se vea afectada por otros factores internos y externos.

Que la inflación no subyacente presente sorpresas en precios de energéticos o de productos agropecuarios.

Que la inflación subyacente continúe con resistencia a disminuir a pesar de una mayor holgura.

En resumen, no obstante la reciente disminución de la inflación general y sus proyecciones bajo el escenario base, es difícil calibrar el balance de riesgos debido a que se encuentran operando dos efectos contrarios, por lo que el efecto neto resulta incierto. En favor de menor inflación aparece una mayor holgura de la economía, aunque esa variable no parece haber influido en los últimos trimestres para reducir la inflación subyacente. En dirección opuesta opera el riesgo de depreciación cambiaria, derivado de factores exógenos como volatilidad en mercados internacionales y tarifas arancelarias, así como de factores internos asociados a la calificación soberana y la de Pemex y, en general, de políticas internas.

Para esta decisión de política monetaria, debemos tomar en cuenta la evolución de diferentes factores, tanto internos como externos, que pueden operar en direcciones opuestas.

El debilitamiento del panorama económico mundial ha forzado a los principales bancos centrales a realizar una corrección en sus posturas monetarias, para transitar de un enfoque de normalización hacia uno posiblemente expansivo. Esta situación, de concretarse, representará un desafío para este Instituto Central, ya que de mantener la tasa de referencia sin cambios, se ampliaría el diferencial de tasas de interés con respecto al exterior y ello podría generar un apretamiento adicional de las condiciones monetarias internas. No obstante, ese cambio de postura aún no se ha materializado.

Si bien la inflación general ha disminuido recientemente, el componente subyacente ha aumentado, lo que confirma que persiste su resistencia a disminuir y representa un obstáculo para lograr la convergencia a la meta de inflación. En tanto no se constate un cambio de tendencia en la inflación subyacente, no sería prudente modificar la postura monetaria.

Desde nuestra última reunión, el riesgo proveniente de la imposición de tarifas arancelarias se ha incrementado y se espera se mantenga por un tiempo, ya que ha sido utilizada por el Gobierno de Estados Unidos como herramienta de presión en diversos temas, en este caso el migratorio, y es probable que continúe siendo un elemento de la estrategia de reelección del presidente Trump. Existe incluso el escenario de un escalamiento comercial en caso que no se encontrara una solución diplomática y México decidiera aplicar medidas de represalia, lo que ocasionaría salida de capitales, depreciación del peso, caída de la inversión y del consumo, recesión y un repunte significativo de la inflación. En tanto ese riesgo no desaparezca, debemos guardar cautela en la conducción de la política monetaria.

Persiste el riesgo que tengan lugar presiones sobre el tipo de cambio asociadas a factores internos, como la disminución de la calificación de la deuda soberana, así como la pérdida de grado de inversión de Pemex por parte de una segunda calificadora, el cual le tomó casi una década obtener y que ha mantenido por casi 20 años. Al aumento de dicho riesgo ha contribuido la ausencia de un plan de negocios creíble para Pemex, la poca claridad y previsibilidad en la directriz de diversas políticas públicas en sectores estratégicos, y una política de gasto que ha favorecido la redistribución de recursos hacia las transferencias sociales a costa de la inversión pública.

En este contexto, considero fundamental recalcar que es obligación de esta Junta de Gobierno preservar una política monetaria responsable, que balancee cuidadosamente los riesgos para la inflación, considerando factores que operan en direcciones opuestas, sin descuidar las implicaciones que podría tener la situación prevaleciente en el entorno internacional y nacional sobre el proceso inflacionario, caracterizado por una mayor incertidumbre que exige prudencia.

Tomando en cuenta lo expuesto, mi intención de voto en esta ocasión es en favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en el nivel de 8.25 %, ya que la postura actual es congruente con la convergencia a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Asimismo, considero que el comunicado debe reflejar que la Junta de Gobierno estima que su postura monetaria actual es prudente y consistente con el objetivo de inflación de 3 % y que las circunstancias de incertidumbre exigen dar un seguimiento puntual a nueva información, a fin de actualizar el balance de riesgos y sus pronósticos de inflación, y así actuar oportunamente para dar cumplimiento eficaz a su mandato.

Finalmente, quisiera resaltar que no debemos descartar la posibilidad que a pesar de las revisiones a la baja del crecimiento para México y la ampliación esperada en las condiciones de holgura, las presiones inflacionarias persistan durante los próximos meses y la convergencia a la meta se retrase nuevamente. Ese escenario, de materializarse, elevará la complejidad en nuestras futuras decisiones de política monetaria, ya que incluso con una menor tasa de referencia la economía podría permanecer en la actual situación de atonía y el balance de riesgos para la inflación deteriorarse.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Tras haber registrado un moderado repunte durante el primer trimestre del año, la información oportuna continúa denotando debilidad de la actividad económica global, destacando en particular los indicadores relacionados con el sector manufacturero y el comercio internacional. Así, el ritmo de expansión de la economía mundial podría, incluso, estarse desacelerando en el margen. Como resultado de lo anterior, las proyecciones de crecimiento tanto para este año como para el siguiente presentan nuevamente disminuciones, al tiempo que las correspondientes al comercio internacional apuntan al menor dinamismo de los flujos transfronterizos de bienes y servicios desde la crisis financiera global. En adición a lo anterior, una serie de riesgos que aún penden sobre el desempeño de la economía mundial sesgan el balance para este escenario de manera adversa.

De esta forma, no obstante el riesgo de incrementos adicionales de los precios del petróleo ante las tensiones de naturaleza geopolítica en el Medio Oriente y/o acuerdos en cuanto a la oferta por parte de los principales países productores de este energético, las presiones a la baja sobre la ya moderada inflación global podrían acentuarse en los próximos meses. Lo anterior es particularmente preocupante en el caso de algunas de las principales economías avanzadas en las que, a pesar del sólido desempeño de sus mercados laborales y del consecuente, si bien contenido, incremento de los salarios, la inflación continúa en niveles por debajo de los objetivos fijados por sus respectivas autoridades monetarias.

En este contexto, las comunicaciones de las últimas semanas por parte de estos institutos centrales apoyan la previsión de posturas monetarias más relajadas. En el caso particular de la Reserva Federal, no obstante que el Comité Federal de Mercado Abierto decidió por una amplia mayoría mantener sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su última reunión, cerca de la mitad de las proyecciones correspondientes a dicha decisión anticipa recortes de por lo menos 25 puntos base en su tasa de referencia este año. Indicadores de mercado, tales como los futuros para la tasa de fondos federales, anticipan en la actualidad una disminución de 25 puntos base en dicha tasa para el mes de julio y de 50 puntos base para septiembre. Por su parte, tanto el Banco Central Europeo como el Banco de Japón han reiterado su compromiso de tomar las acciones que sean necesarias para el logro de sus objetivos, mientras que el

Banco de Inglaterra ha manifestado su disposición a ajustar su postura en la dirección que se requiera en función de posibles cambios en las perspectivas de crecimiento e inflación.

Naturalmente, la respuesta, hasta ahora ordenada de los mercados a estos eventos, apoya la previsión de un relajamiento prolongado de la postura de política monetaria de varios de los principales bancos centrales. Sin embargo, es necesario señalar la posibilidad que los flujos de capital hacia las economías emergentes, así como los efectos positivos sobre los precios de sus activos, no sean de una magnitud como la observada en episodios anteriores. Esto, en virtud de condiciones económicas internas menos propicias en varias de estas economías, así como del entorno externo más complejo al que hacen frente. De hecho, a pesar del mayor apetito por riesgo a nivel global, algunos segmentos en estos mercados continúan registrando flujos de salida, por lo que no pueden descartarse comportamientos similares por periodos más prolongados y de mayor generalización.

Asimismo, la materialización de eventos de probabilidad variable pero elevada, tales como una desaceleración más pronunciada de la actividad económica en algunas de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, el posible agudizamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, una salida sin acuerdo y desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, así como renovados conflictos de naturaleza geopolítica en el Medio Oriente y otras regiones, tendrían repercusiones, más allá de la volatilidad financiera que esto generaría, particularmente severas en las economías emergentes.

Por el lado de la actividad económica, por ejemplo, estimaciones recientes del Banco Mundial indican que una desaceleración simultánea de 1 punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos, la zona del euro y China, tendría un efecto negativo de 1.4 puntos porcentuales en el de las economías emergentes tan solo en el primer año, seguido de una caída adicional cercana a 1 punto porcentual en el segundo.

En México, la limitada información disponible para el segundo trimestre del año no muestra evidencia del repunte de la actividad económica que se anticipaba ante la incidencia de factores transitorios en el comportamiento de la economía durante los primeros meses de 2019. De hecho, si bien el IGAE mostró, sobre una base desestacionalizada, una expansión durante abril respecto al mes anterior, esta cifra se ubicó por debajo de las expectativas. Además, el debilitamiento de la actividad económica se ha hecho más marcado, observándose una tendencia a la baja tanto en el sector industrial, aunque atenuada en los últimos meses, como, más recientemente, en el de servicios.

Por el lado de la demanda, el consumo se ha debilitado y la información oportuna apunta a una continuación de la tendencia negativa de la inversión, afectada principalmente por la incertidumbre derivada de factores tanto internos como externos. En sentido contrario, a pesar de la desaceleración del comercio global, las exportaciones manufactureras se han fortalecido a lo largo de 2019.

No obstante el debilitamiento de la actividad económica, los distintos indicadores muestran presiones salariales relativamente elevadas. Preocupa, en particular, el que los costos salariales estén registrando aumentos por encima de la productividad de la mano de obra en la economía en su conjunto, con una tendencia al alza especialmente marcada en el sector manufacturero.

Naturalmente, la combinación de una actividad económica débil y presiones salariales ha incidido en la evolución del empleo. Una gama amplia de indicadores del mercado laboral, tales como la tasa de desempleo, el porcentaje de ocupados que pasaron a estar desocupados, o los retiros de cuentas individuales en las Afores por desempleo, muestran la mayor lasitud de las condiciones en este mercado. En este contexto, se observa un incremento de la ocupación en el sector informal y una contracción del empleo formal. De hecho, a mayo de este año el incremento anual del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS representa menos del 60 % de la cifra equivalente para el mismo mes de 2018.

Entre las distintas regiones del país, el debilitamiento del empleo es más marcado en la zona libre de la frontera norte, que es precisamente donde se han observado los mayores ajustes salariales. A mi juicio, es importante tomar cuidadosamente en cuenta las lecciones de política que se derivan de esta experiencia.

En virtud del comportamiento de la economía a principios del segundo trimestre de este año, sus perspectivas se han deteriorado. Así, aunque las proyecciones deben tomarse con cautela en virtud de la poca información publicada hasta la fecha, durante 2019 el crecimiento del PIB podría ubicarse alrededor del límite inferior del rango correspondiente estimado en el más reciente Informe Trimestral del Banco de México, para posteriormente registrar cierta mejoría en 2020. De materializarse estos cálculos, se observaría una holgura mayor de la prevista hasta hace poco.

Además, continúan observándose importantes riesgos a la baja derivados tanto de un entorno externo caracterizado por tendencias proteccionistas, desaceleración de la actividad económica global y potencial de turbulencia en los mercados financieros internacionales, como de factores de incertidumbre directamente vinculados a México, entre ellos la ratificación del tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá, el T-MEC, por parte de las legislaturas de esos países, el riesgo de nuevas bajas en la calificación crediticia soberana y de Pemex, y la orientación de las políticas públicas en distintos ámbitos.

Las implicaciones de una situación externa de alta complejidad, combinada con acciones insuficientes en lo interno orientadas a compensar esos retos, pueden tener repercusiones importantes para la inversión y el crecimiento potencial, entre otras variables. Al respecto, es importante resaltar que las expectativas de los analistas del sector privado para el crecimiento de la economía durante los próximos 10 años se ubican apenas ligeramente por encima de 2 %. Esto subraya la necesidad de poner en marcha las medidas en materia económica e institucional requeridas para fortalecer la confianza de los inversionistas y aumentar la productividad, a fin de revertir la contracción que aparentemente está registrando el crecimiento potencial.

La inflación general ha continuado descendiendo, ubicándose en la primera quincena de junio en el límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3 %. La disminución registrada desde septiembre de 2018 se explica en su totalidad por el componente no subyacente, resultado a su vez de aumentos menores de los precios de los energéticos.

A pesar de la desaceleración de la actividad económica, la inflación subyacente, indicador más adecuado de las presiones inflacionarias en la economía, se mantiene en niveles elevados e inclusive ha registrado nuevos aumentos en meses recientes. Como lo muestran con claridad los indicadores de media truncada, la mediana de las variaciones y estimaciones reponderadas para suavizar la influencia de variaciones extremas, lo anterior no se explica por el comportamiento de algunos de los rubros que la integran, sino por presiones generalizadas sobre este indicador.

Los incrementos más marcados se observan en los precios de las mercancías alimenticias y los servicios. En este último caso, se registran aumentos elevados en educación, cifras cercanas al 6 % en los servicios distintos a la vivienda y educación sin servicios turísticos y telecomunicaciones, y una tendencia al alza, aunque todavía con cifras por debajo del 3 %, de los precios de los servicios relacionados con la vivienda. En virtud de su naturaleza, los factores explicativos de estas tendencias se derivan probablemente de los choques de meses previos en los precios de los alimentos y los energéticos, y de los ajustes salariales.

Las expectativas de inflación derivadas de encuestas han mostrado movimientos relativamente modestos en las últimas semanas. Al respecto, solamente vale la pena destacar que todas ellas, tanto a corto como a mediano y largo plazos, e independientemente de si se considera a la inflación general o a la subyacente, siguen ubicadas por encima de las proyecciones del Banco de México y de la meta de 3 % establecida para la inflación general. Además, las expectativas para la inflación subyacente para este año se han ajustado al alza. Las expectativas de inflación de largo plazo basadas en encuestas se mantienen estables, en tanto que la compensación por inflación y riesgo inflacionario derivada de instrumentos de mercado sugiere la percepción de riesgos elevados para la inflación en el largo plazo.

Se espera que tanto la inflación general como la subyacente muestren una tendencia a la baja en los próximos meses. De hecho, esta última debería comenzar a disminuir en el muy corto plazo, en parte debido a la debilidad de la economía y a menores efectos indirectos de los precios de los energéticos. Así, se sigue anticipando el cumplimiento de la meta para la inflación general en el segundo semestre de 2020.

A mi juicio, no obstante la anticipación de una mayor holgura en la economía y los recientes anuncios de la Reserva Federal, este escenario mantiene un balance de riesgos al alza. Por una parte, habrá que ver si se materializan acciones concretas por parte de ese banco central y en su caso sus implicaciones para la inflación, ya que este es solo uno de los factores que pueden incidir sobre esta variable. Además, como resulta claro de la experiencia reciente con la posible imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos en Estados Unidos y los ajustes a la calificación o su perspectiva para las deudas de México y Pemex, en un entorno de alta incertidumbre como el que enfrentamos el tipo de cambio puede registrar ajustes repentinos por eventos internos o externos. Asimismo, las presiones salariales pueden acentuarse, particularmente si a principios del año entrante se decide ajustar los salarios mínimos por encima de las ganancias en productividad.

Existe también el riesgo de nuevas presiones de los precios de los productos agropecuarios o de los energéticos. En este sentido, es importante señalar que las proyecciones de convergencia de la inflación a la meta en 2020 suponen cifras para la inflación no subyacente de alrededor de 3 %, esto es, aproximadamente la mitad de su promedio de largo plazo. A lo anterior cabe agregar el potencial debilitamiento de las finanzas públicas en un entorno de crecimiento menor de lo previsto y fragilidad de la producción de petróleo.

Los mercados financieros en México han mostrado una elevada volatilidad en las últimas semanas. Como ya se señaló, el tipo de cambio del peso frente al dólar se depreció de manera importante en respuesta a posibles acciones proteccionistas en Estados Unidos y a las decisiones de algunas agencias calificadoras. Posteriormente, el peso se apreció al llegarse a un acuerdo entre los Gobiernos de México y Estados Unidos en materia comercial y migratoria, y ante la expectativa de una política monetaria más relajada en algunas de las principales economías avanzadas.

Existe la percepción generalizada que el favorable diferencial de tasas de interés en pesos frente a las de instrumentos en dólares respecto del observado en otras economías emergentes, ha permitido un ajuste del tipo de cambio menos pronunciado ante la presencia de choques. Aun así, la cotización del peso frente al dólar ha acumulado a lo largo de 2019 una apreciación no muy diferente a la de monedas de países latinoamericanos como Colombia, Chile y Perú, lo que pone en evidencia la percepción de riesgos para nuestra economía.

Por su parte, desde la última decisión de política monetaria las tasas de interés de largo plazo en México disminuyeron de manera importante, aunque en menor medida que en otras economías emergentes, particularmente en respuesta a la perspectiva de menores tasas de interés en Estados Unidos y otros países avanzados.

Como resulta obvio, la situación financiera de Pemex continúa representando una fuente importante de preocupación. En este sentido, considero que es importante reflexionar sobre la decisión de algunas agencias de ajustar la calificación o la perspectiva de la deuda de Pemex, antes de que la empresa diera a conocer su plan de negocios. También se debe tomar en cuenta que la evolución de los costos de aseguramiento de la deuda de Pemex, los *credit default swaps*, sugiere que los mercados descuentan ya una disminución adicional de la calificación de estos pasivos, lo que probablemente implicaría la pérdida del grado de inversión. Esta situación puede dar lugar a ventas forzadas de deuda de la empresa por montos importantes, proceso que inclusive pudiera ya haber iniciado. Las implicaciones para las finanzas públicas y en general para la economía del país de acciones insuficientes para reactivar la producción de petróleo y

asegurar finanzas sanas en Pemex seguramente serían considerables. La urgencia de implementar las medidas requeridas para solucionar estos retos es cada vez mayor.

Es de esperarse que la trayectoria de la inflación en México durante los próximos meses se vea muy influida por el impacto combinado de tres factores: la desaceleración de la actividad económica reflejada en una brecha del producto negativa, choques de oferta de varias fuentes y la persistencia de una situación de gran incertidumbre con efectos potenciales en el tipo de cambio. Si bien, como ya se señaló, la perspectiva es de una convergencia gradual de la inflación general a la meta, la incidencia en sentidos opuestos sobre la inflación de los anteriores factores da lugar a una coyuntura de gran complejidad para la política monetaria, que requiere que esta sea manejada con extrema cautela. Al respecto, cabe señalar lo siguiente:

Primero, no obstante la disminución de la inflación general, no hay evidencia todavía de un descenso de la inflación subyacente, en un contexto en el que en virtud de la naturaleza del comportamiento reciente de la inflación, la importancia de un seguimiento cuidadoso de dicho rubro se ha acrecentado.

Segundo, lo anterior, combinado con la volatilidad que generalmente muestra el componente no subyacente y un balance de riesgos al alza para la inflación, hace que la posibilidad de una persistencia de las expectativas de inflación general de largo plazo en niveles por encima de la meta, o un desanclaje de estas, se mantenga.

Tercero, si bien algunos riesgos se han atenuado, otros no han desaparecido o inclusive se han acentuado. Entre ellos cabe mencionar los vinculados a posibles aranceles a las importaciones de productos mexicanos en Estados Unidos y a la ratificación del T-MEC, situación que se complica por el calendario electoral en ese país. A lo anterior deben agregarse los provenientes de un potencial nuevo ajuste de la calificación soberana y de Pemex. Los riesgos emanados de este conjunto de factores, a los que cabría agregar otros de naturaleza interna y externa, se hacen más evidentes, al considerar que la convergencia de la inflación a la meta de 3 % supone un tipo de cambio del peso frente al dólar a finales de este año y el siguiente en niveles similares a los actuales.

En suma, sería inconveniente relajar la postura de política monetaria mientras no exista evidencia convincente de una disminución sostenida de la inflación hacia la meta. Ahora bien, en un entorno de ampliación de la holgura en la economía y tanta incertidumbre, será necesario evaluar cuidadosamente la nueva información sobre los determinantes de la inflación y sus expectativas para responder en caso de sorpresas, a fin de asegurar una convergencia ordenada de la inflación a la meta.

Naturalmente, los márgenes de maniobra para la política monetaria se amplían en un contexto de finanzas públicas sólidas. Esto acrecienta la importancia de un cumplimiento puntual de las metas fiscales anunciadas para 2019 y 2020, así como de asegurar su fortalecimiento en el largo plazo.

Con base en estas reflexiones, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 8.25 %.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La información más reciente sobre la actividad económica global en el segundo trimestre del año apunta hacia una desaceleración en diversas economías y regiones, tanto avanzadas como emergentes.

Desde principios de mayo ha prevalecido un entorno más adverso para el comercio mundial, con periodos de marcada tensión y amenazas arancelarias, con importantes afectaciones en las economías y sectores involucrados. Todo ello ha propiciado una marcada incertidumbre y episodios de reasignación de flujos hacia activos de menor riesgo. Los rubros de la actividad económica que han resentido en mayor medida este entorno son el comercio mundial, la confianza de los negocios, una amplia gama de indicadores manufactureros y la inversión.

Los servicios, que son más intensivos en trabajo y que están menos asociados a la actividad comercial, han mantenido un mejor desempeño en las principales economías avanzadas, lo que ha dado soporte al consumo y al empleo. Ello ha contribuido a que los mercados laborales en dichas economías hayan mantenido niveles históricamente bajos en sus brechas de desempleo. No obstante, en el margen muestran una menor generación de empleo. Especialmente en Estados Unidos, donde la nómina no agrícola entre enero y mayo de este año aumentó en promedio 164 mil plazas, mientras que en igual periodo del año anterior lo hizo en 230 mil puestos de trabajo.

Cabe señalar que una característica de la recuperación del mercado laboral en las economías avanzadas ha sido la ausencia de presiones inflacionarias, a pesar de los aumentos que han presentado las revisiones salariales. En las principales economías avanzadas, la inflación general y subyacente se han ubicado en niveles inferiores a su meta, con marcadas diferencias entre la inflación de bienes y servicios. Por ejemplo, en Estados Unidos la inflación de bienes ha oscilado alrededor de cero por varios años, mientras que la de servicios lo ha hecho en niveles de 3 %.

La ausencia de presiones inflacionarias en las principales economías avanzadas está asociada tanto a los efectos de la desaceleración económica reciente como a la presencia de otros factores que han mantenido a la inflación estructuralmente baja y con pocas presiones provenientes del mercado laboral, a pesar que en este prevalecen condiciones estrechas. Entre estos se encuentran el cambio tecnológico y la incorporación de regiones abundantes en mano de obra a la globalización, lo que ha permitido la fragmentación de los procesos productivos acorde a las ventajas competitivas y a la estructura de costos en diferentes países y regiones. Estos factores han propiciado ganancias en productividad y mercados más competidos, lo que ha dificultado a las empresas la posibilidad de aumentar precios. El comportamiento futuro de la inflación en dichas economías dependerá en gran medida de la permanencia o el debilitamiento de estos factores. Al respecto, prevalece la expectativa de que la inflación en las economías avanzadas se mantendrá en niveles bajos y sin presiones de consideración, si bien este escenario está sujeto a riesgos.

En Estados Unidos, la información más reciente apunta hacia una desaceleración en el crecimiento y la expectativa de menores presiones inflacionarias. Ello ha propiciado una revisión importante en las expectativas de la postura de política monetaria, con lo cual los mercados financieros incorporan una reducción de 80 puntos base en 2019 y 30 puntos base adicionales en 2020.

En su más reciente decisión de política monetaria, la Reserva Federal mostró estar atenta a un posible deterioro en las perspectivas de crecimiento en un entorno sin presiones inflacionarias y disminuyó la mediana de la tasa de Fondos Federales para finales de este y el próximo año.

La curva de rendimientos presentó reducciones de tasas de interés considerables. Así, los Bonos del Tesoro Norteamericano a 2 años disminuyeron de 2.26 % el 21 de mayo a 1.73 % el 25 de junio, mientras que las de 10 años lo hicieron de 2.43 a 1.99 % en igual periodo.

También las tasas de interés en la zona del euro mostraron reducciones importantes. Los bonos de 10 años en Alemania alcanzaron el 25 de junio niveles de -0.33 %, y el Banco Central Europeo señaló que está dispuesto a utilizar todos sus instrumentos para que la inflación avance hacia su meta y apoyar a la actividad económica.

La expectativa de los analistas y los mercados financieros prevén una desaceleración gradual de la actividad económica global, y si bien no es el escenario central, el riesgo de recesión parece haber aumentado. Al respecto, a pesar que la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano se ha invertido en ciertos tramos, la reducida prima por plazo pudiera propiciar que dicho comportamiento apunte preponderantemente hacia una desaceleración económica. En este contexto, los precios de las materias primas, especialmente las energéticas, han disminuido, reduciendo posibles presiones inflacionarias.

El riesgo que la desaceleración económica mundial pudiera acentuarse, especialmente si se profundizan las tensiones comerciales, se prolonga la debilidad en la inversión o se materializan algunos riesgos geopolíticos.

En las últimas semanas, la reducción en las tasas de interés en las economías avanzadas en todos sus plazos y la recuperación de sus índices accionarios propició un relajamiento de las condiciones financieras globales y un mayor apetito por riesgo, incluyendo los activos de economías emergentes. Esto redujo las curvas de rendimiento de dichas economías. A diferencia de episodios previos de altos flujos de capital hacia economías emergentes, en esta ocasión, la tendencia de menores precios de las materias primas y el deterioro idiosincrático en algunas de estas economías son factores mitigantes de una posible búsqueda de rendimiento en los mercados financieros globales.

El entorno para la economía global y los mercados financieros internacionales se mantiene complejo y frágil, y persisten como factores de riesgo: las tensiones comerciales y sus efectos sobre el crecimiento; que se recrudezcan otras tensiones relacionadas a la inversión y el desarrollo de tecnología; una desaceleración considerable de la economía China; una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas.

En el entorno actual, las economías emergentes más abiertas al comercio mundial enfrentan retos importantes para dinamizar la inversión. Además, diversos factores de riesgo idiosincráticos han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y obstaculizado la inversión en algunas de ellas, como ha sido el caso de la economía mexicana.

Entre los riesgos a la baja para el crecimiento de las economías emergentes destacan: un deterioro de las tensiones comerciales o que estas se prolonguen; que las tensiones comerciales propicien una mayor desaceleración de la economía china y menores precios para las materias primas; una recomposición del comercio mundial, menores déficits bilaterales de las economías más grandes reducen las oportunidades de comercio de otras economías emergentes y desarticulan las cadenas globales de valor, y si las tensiones comerciales escalan, los mercados financieros podrían registrar una reasignación hacia activos de menor riesgo y recomposiciones en los portafolios de inversión.

Así, el entorno para las economías emergentes se ha tornado más incierto y sujeto a riesgos de mayor impacto.

En el caso de México, el recrudecimiento de las tensiones comerciales registrado de finales de mayo a principios de junio con motivo de la amenaza de imposición de aranceles de Estados Unidos afectó considerablemente los mercados financieros nacionales, depreciando al peso y aumentando las tasas de interés de mayor plazo.

Adicionalmente, el 5 de junio una calificadora asignó una perspectiva negativa para el riesgo soberano y otra redujo en un grado su calificación. En estas acciones las calificadoras destacaron la incertidumbre sobre la implementación de políticas públicas y su efecto en la confianza de los inversionistas; los cambios y la falta de claridad en la política energética; los riesgos sobre la situación financiera de Pemex y la incertidumbre sobre su plan de negocios, y las implicaciones de los factores anteriores en las finanzas públicas y el crecimiento económico.

Respecto a la deuda de Pemex, en febrero, dos calificadoras colocaron su calificación crediticia con perspectiva negativa. Adicionalmente, otra agencia redujo su calificación en tres escalones en lo que va del año, colocándola a partir del 6 de junio por debajo del grado de inversión, y destacó que el ajuste refleja el descenso de un grado que asignó a la calificación crediticia soberana, el continuo deterioro del perfil financiero de la empresa y la falta de inversión para revertir la disminución en su capacidad de producción.

El deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex son importantes factores de riesgo que deben ser atendidos, evitando reducciones de calificación adicionales y tratando de regresar a las calificaciones anteriores. En particular, es necesario perfilar una estrategia de mediano y largo plazos para Pemex que apuntale la generación de valor y mejore su acceso a los mercados financieros.

Si bien los mercados financieros internacionales han mostrado menor tensión y condiciones de mayor holgura, esto se debe a la presencia de factores que han debilitado el crecimiento y que pueden implicar riesgos considerables. Así, si bien los mercados financieros nacionales también se han beneficiado de un entorno como el descrito, con reducciones en las tasas de interés nominales y reales de mediano y largo plazos, y cierta apreciación del tipo de cambio, persiste incertidumbre y factores de riesgo externos e internos. Ello tiene a los activos nacionales cotizando con un descuento respecto a los de otras economías emergentes comparables.

Es necesario que las acciones y definiciones que se adopten respecto a dichos factores de riesgo, contribuyan a generar confianza y anclar de mejor manera las perspectivas sobre la economía mexicana. Ello requiere mantener una postura macroeconómica sólida y que permita hacer frente a posibles escenarios adversos. En el ámbito fiscal, a pesar de los menores ingresos que se prevén para el Gobierno Federal, es necesario cumplir la meta de superávit primario de 1 % del PIB para 2019 y conservar la anunciada para el 2020.

La información disponible sobre actividad económica en México en lo que va del año, muestra una desaceleración mayor a la anticipada, con una contracción en el primer trimestre del año y debilidad para el segundo trimestre. Al respecto, si bien se presentó cierta recuperación en el sector industrial en abril, destaca una clara desaceleración de los servicios. Esto apunta hacia una importante revisión en el crecimiento esperado para el año.

Por el lado de la demanda, la información disponible al segundo trimestre del año apunta a cierta recuperación de las exportaciones manufactureras. En cuanto a la demanda interna, esta ha resentido una persistente atonía en la inversión y la información más reciente apunta hacia la desaceleración del consumo. A su vez, el mercado laboral muestra un menor ritmo de generación de empleos.

Las perspectivas de crecimiento para el resto de 2019 mantienen una elevada incertidumbre, tanto por factores externos como internos, en particular: mayores tensiones comerciales a nivel mundial, con afectaciones al crecimiento y riesgo de reacomodo de portafolios; nuevos episodios de amenazas arancelarias de Estados Unidos a México y que estas se escalen; que se difiera la ratificación del T-MEC y se complique la relación bilateral entre México y Estados Unidos; factores internos que afecten la confianza y las perspectivas de la economía mexicana; reducciones adicionales en los ingresos públicos, y que se materialicen riesgos geopolíticos.

En este entorno, desde finales de 2018 y en lo que va de 2019 las condiciones de holgura se han relajado considerablemente y se mantiene el riesgo que esta se amplíe en los próximos trimestres.

Por lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sesgado a la baja.

Es necesario atender algunos factores estructurales que han venido afectando al crecimiento en el mediano plazo, a saber, reforzar el Estado de derecho, combatiendo la inseguridad, impunidad y corrupción; incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano, y propiciar un entorno de mayor confianza que mejore las perspectivas de inversión.

La inflación general ha mostrado claros altibajos asociados principalmente a la inflación no subyacente, registrando 4.83 % en diciembre, 4 % en marzo, 4.41 % en abril, 4.28 % en mayo y 4 % en la primera quincena de junio. La inflación no subyacente, presentó una marcada volatilidad, a saber, 5.47 % en marzo,

6.08 % en abril, 5.78 % en mayo y 4.34 % en la primera quincena de junio. Los componentes que resintieron mayores variaciones fueron los precios de los energéticos, cuyas referencias internacionales disminuyeron.

Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido elevada y ha resentido los efectos indirectos de las presiones de precios en los energéticos. Fue de 3.87 % en abril, 3.77 % en mayo y 3.87 % en la primera quincena de junio, y a su interior destaca el aumento en la variación de los servicios y las mercancías alimenticias.

Por lo que toca a los salarios, el significativo aumento en el salario mínimo y sus posibles efectos en otras revisiones salariales, conlleva el riesgo que sus incrementos rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos. Ello podría afectar el empleo formal y la formación de precios.

Entre principios de mayo y mediados de junio, la mediana de las expectativas de inflación general para 2019 y 2020 presentaron variaciones menores, mientas que las de la subyacente aumentaron ligeramente. Las expectativas de horizontes de mediano y largo plazos se mantuvieron estables y por encima de la meta de 3 %. La compensación por riesgos inflacionarios se ha mantenido en niveles elevados.

En cuanto a las perspectivas para la inflación destaca que las de la inflación general disminuyeron por la reducción en la inflación no subyacente, energéticos, mientras que la subyacente se ha mantenido elevada. El escenario central para la inflación general presenta cierta mejoría respecto al pronóstico previo, principalmente explicado por menores presiones en la inflación no subyacente, la cual es altamente volátil.

El entorno descrito y los riesgos para la inflación presentan disyuntivas considerables y riesgos de corto, mediano y largo plazos. Entre los riesgos al alza destacan: medidas proteccionistas y la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y la adopción de medidas compensatorias; depreciación del peso por factores externos e internos; presiones sobre los precios de los energéticos o de los productos agropecuarios; que se deterioren las finanzas públicas, y que los aumentos en el salario mínimo presionen a la inflación subyacente.

En cuanto a los riesgos a la baja resaltan: que se aprecie la cotización de la moneda nacional por la mayor holgura financiera global o la posible aprobación del T-MEC; menores presiones en el subíndice no subyacente, como ha sucedido por las menores referencias de los energéticos, y que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, como se infiere de la información más oportuna sobre la actividad económica.

Así, persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación, destacando a la baja, la mayor importancia que ha cobrado la ampliación de la holgura en la economía, y al alza, la posible presencia de algunos riesgos extremos, por ejemplo, aranceles o reducciones de calificación.

Si bien la actividad económica se está desacelerando a un ritmo mayor al anticipado y las condiciones de holgura se han venido ampliando, los retos que enfrentan actualmente la economía, la formación de precios y la inflación, no son solo los relacionados a la posición cíclica de la economía. En los últimos años, se han enfrentado choques considerables, tanto externos como internos, y las posturas fiscal y monetaria han tenido que reforzarse.

Contar con una postura macroeconómica sólida contribuye a propiciar un ajuste ordenado en la economía, a que la inflación alcance su meta, dando espacio para que se adopten las acciones necesarias para promover mayor certeza y confianza, necesarias para un mayor crecimiento.

Es necesario evitar que se combine la desaceleración del crecimiento con acciones que afecten la formación de precios y presionen a la inflación por encima de su meta. Es necesaria una adecuada determinación de precios en la economía, impulsar mayor productividad y competencia, y un ambiente de certidumbre para la inversión.

Si bien aún se enfrentan riesgos externos e internos, es importante evaluar el comportamiento de las tasas de interés nominales y reales de largo plazo, las cuales brindan información útil respecto a los niveles de algunas primas de riesgo en la economía. Actualmente, ambas curvas de rendimiento se encuentran invertidas respecto a las tasas de corto plazo. En caso de que esta situación se mantenga, puede ser informativa para la evaluación de la economía y de la postura monetaria.

La ampliación en las condiciones de holgura en la economía, en combinación con un entorno externo en el que prevalecen menores tasas de interés y cierta atonía en las perspectivas de crecimiento, apunta hacia un entorno de menores presiones inflacionarias en el horizonte en el que opera la política monetaria. No obstante, existen otros elementos que también están influyendo sobre la economía nacional y la formación de precios, especialmente cuando la inflación general y la subyacente se encuentran en niveles superiores a 3 %, han mostrado resistencia a disminuir y se mantienen diversos riesgos. Por ello, es necesario monitorear de manera estrecha la información disponible sobre la posición cíclica de la economía y todos los determinantes de la inflación, así como el balance de riesgos para estos.

Por lo anterior, en un contexto de alta incertidumbre, considero que la tasa de referencia actual es congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3 % en el plazo en el que opera la política monetaria. Por ello, mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25 %.

Adicionalmente, considero que se debe dar seguimiento cercano a todos los factores y elementos que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, estando atentos a utilizar la información adicional y la posible materialización de algunos de los riesgos para la inflación, para tomar las acciones que se requieran y que la postura monetaria sea congruente con la convergencia de la inflación general a su meta.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 27 de junio de 2022

www.banxico.org.mx