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 25 de junio 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 25 DE JUNIO

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 24 de junio 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

Los pronósticos de crecimiento para la actividad económica mundial en 2020 han seguido disminuyendo. La caída ahora se anticipa de mayor magnitud y la recuperación se prevé más lenta que hace unas semanas. Algunas economías avanzadas comenzaron a relajar las medidas de confinamiento a partir de mayo y, en consecuencia, algunos indicadores prospectivos de actividad económica, como los índices de gerentes de compras y de confianza de los consumidores, comenzaron a mostrar una cierta recuperación. Las ventas al menudeo en Estados Unidos y la eurozona también comenzaron a crecer con la reapertura. Sin embargo, tanto los indicadores prospectivos como las ventas aún permanecen en niveles muy inferiores a los que se tenían antes del inicio de la pandemia.

Por su parte, la inflación en economías tanto avanzadas como emergentes ha continuado disminuyendo como resultado de una menor demanda de un amplio rango de bienes y servicios. Si bien los precios de alimentos y servicios médicos se han incrementado, ello no ha impedido una reducción en la inflación general en la mayoría de las economías.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido sus tasas de interés cercanas a cero y realizaron anuncios que imprimieron un tono aún más acomodaticio a sus posturas monetarias. Varios institutos centrales anunciaron la expansión de sus programas de compras de bonos y otros activos, así como la ampliación de otros esquemas de financiamiento. La Reserva Federal informó que se prevé que la tasa de referencia se mantenga en el nivel actual por lo menos hasta 2022.

En semanas recientes, los mercados financieros mundiales tuvieron una cierta mejoría impulsados por las noticias favorables en relación con la evolución de la pandemia, las cifras económicas de mayo y las posturas acomodaticias de los bancos centrales. Los mercados accionarios recuperaron buena parte del terreno perdido a consecuencia de la pandemia, las monedas se apreciaron con respecto al dólar y los precios de las materias primas comenzaron a recuperarse, aunque todavía permanecen muy por debajo de sus niveles de principios de año. Por su parte, las tasas de interés registraron movimientos acotados y continúan en niveles relativamente bajos.

Considerando el ritmo de reapertura que se ha observado en varios países, es razonable esperar que la recuperación económica mundial será más lenta de lo que anteriormente se preveía. Además, permanece la incertidumbre con respecto a posibles rebrotes del virus, lo que no permite tener certeza plena en torno a la evolución futura de la economía mundial y de los mercados financieros. De igual forma, siguen presentes otros riesgos incluyendo la posibilidad de brotes de inestabilidad política y social asociados al deterioro en las condiciones económico-sociales.

En cuanto a los mercados financieros de economías emergentes, estos también se vieron favorecidos por el contexto antes descrito, aunque en menor medida que los de economías avanzadas. Las bolsas de valores subieron y las divisas se apreciaron. La aversión al riesgo continuó disminuyendo, aunque todavía se encuentra por arriba de los niveles previos a la pandemia. Finalmente, los flujos de fondos dedicados a activos de renta fija se incrementaron, mientras que aquellos destinados a renta variable continuaron disminuyendo.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento para los países emergentes, éstas continuaron deteriorándose. El promedio esperado de contracción en 2020 para Latinoamérica es ahora de -6 %. Por su parte, la inflación continuó disminuyendo en la mayoría de estos países mientras que las expectativas inflacionarias derivadas de instrumentos de mercado continuaron en niveles bajos. En este contexto, la mayoría de bancos centrales en países emergentes han continuado relajando sus posturas monetarias y actualmente tienen tasas reales de interés cercanas a cero o incluso negativas.

En cuanto a la economía mexicana, la información disponible indica que ésta experimentó una fuerte contracción en abril y mayo. La producción industrial en abril registró una caída de -29 % con respecto al mismo mes del año previo. Otros indicadores también mostraron un comportamiento deprimido: el indicador de pedidos manufactureros, las ventas de la Antad y la producción de vehículos ligeros, por ejemplo. El consumo de gasolina aumentó en mayo, pero aún se encuentra muy por debajo del nivel observado antes de la pandemia. En general, es previsible anticipar una caída muy importante de la actividad económica a lo largo del segundo trimestre del año.

El deterioro de los determinantes de la demanda agregada es de tal magnitud que también es previsible una cierta contracción del consumo y la inversión en los meses por venir. La confianza empresarial se encuentra en niveles similares a los registrados durante la crisis financiera de 2008-2009, mientras que la confianza de los hogares perdió todo el avance logrado en los meses posteriores a las elecciones presidenciales de 2018.

Cabe señalar que la caída de la actividad económica registrada en abril fue mayor a lo esperado por la mayoría de los analistas, por lo que las perspectivas de crecimiento se han deteriorado significativamente. La actividad agregada podría comenzar a mejorar en junio ante la apertura de industrias que antes no eran consideradas como esenciales y que ahora lo son como construcción, automotriz y minería. En este sentido, es previsible que la actividad económica mejore paulatinamente en la segunda parte del año, conforme avance tanto el control de la pandemia como la reapertura de la economía.

Por todo lo anterior, las perspectivas para la actividad económica en México se han deteriorado y el balance de riesgos continúa sesgado a la baja principalmente por la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia. Además, los indicadores de confianza, tanto empresarial como de los consumidores, comienzan a reflejar una narrativa pesimista que podría prevalecer en los meses por venir con su correspondiente impacto sobre la demanda agregada.

En el ámbito del mercado de trabajo se registró una muy fuerte caída en la participación laboral. Esta caída se explica fundamentalmente por un retiro temporal de muchos empleados o trabajadores por cuenta propia como resultado de la pandemia. Estas personas conservan en principio un vínculo laboral y quizás esperan regresar a sus trabajos en un futuro cercano. Esto explica parcialmente porqué la tasa de desempleo no aumentó tanto en el país, a pesar de que el número de empleados disminuyó de manera muy significativa.

Considerando todo lo anterior, es evidente que las condiciones de holgura en la economía se han ampliado de forma significativa desde nuestra última reunión.

Con respecto a la inflación, en mayo ésta fue de 2.84 % a tasa anual y con ello se ubicó por debajo del objetivo del Banco de México por segundo mes consecutivo. En la primera quincena de junio, la inflación aumentó a 3.17 %. A pesar de ello, se estima que la inflación anual del segundo trimestre de 2020 se ubique en 2.7 %, es decir, por debajo de la meta de inflación. Es importante señalar que la inflación anual observada es el resultado de la interacción entre las distintas fuerzas, positivas y negativas, que están actuando sobre los precios como resultado de la pandemia. Cuando se analiza con cuidado, el resultado general es que las fuerzas que favorecen una baja inflación están prevaleciendo y es muy probable que así lo seguirán haciendo hacia adelante.

Obsérvese, por ejemplo, el caso de la inflación subyacente, la cual se ubicó en 3.66 % en la primera quincena de junio. Una lectura posible es que ésta no ha disminuido en varios meses. Sin embargo, un análisis cuidadoso revela que este nivel actual se explica fundamentalmente por uno solo de sus componentes, el de las mercancías alimenticias, las cuales alcanzaron un nivel de inflación anual de 6.48 %. De hecho, tres de los cinco grandes componentes de este tipo de inflación registraron niveles anuales por debajo del 3 % en la primera quincena de junio. Tal es el caso de la vivienda con 2.53 %, los servicios distintos a la educación y la vivienda con 2.61 % y las mercancías no alimenticias con 2.37 %. Otro componente, el de la educación, registró una inflación anual de 4.47 %, es decir, por arriba de la inflación objetivo, aunque en este caso dicho comportamiento se explica en buena medida por el patrón estacional de fijación de precios de este servicio, el cual seguramente se ajustará a la baja a partir de agosto, que es cuando se fijan los precios de las colegiaturas para el próximo año escolar. Por lo tanto, el único componente de la inflación subyacente con un comportamiento realmente desfavorable es el de las mercancías alimenticias, las cuáles han aumentado su precio debido a una recomposición de la demanda en el contexto del confinamiento social y por temas de oferta de algunos productos. Es posible que al menos una parte de este efecto tienda a desaparecer conforme la situación de consumo y abasto comience a normalizarse.

En lo que respecta a la inflación no subyacente, ésta se mantiene baja como resultado de la combinación de dos factores que actúan en sentido contrario: una disminución significativa en el precio de los energéticos y un aumento importante en el precio de frutas y verduras. A la fecha, ha seguido prevaleciendo el primer efecto, pero atemperado de manera importante por el segundo, el cual se debe, al menos en parte, a un efecto de base de comparación con el año previo. El resto del aumento en la inflación de frutas y verduras es explicado por factores parecidos a los de las mercancías alimenticias y es muy probable que dicho efecto desaparezca una vez que comiencen a normalizarse la actividad económica y los patrones de consumo.

Las expectativas de inflación, tanto las que provienen de encuestas como las que se calculan con base en variables de mercado, aumentaron ligeramente después de la publicación de la última decisión de política monetaria y del primer informe trimestral de 2020. Ante ello, es importante procurar que la comunicación del Banco evite convalidar narrativas pesimistas afectando la percepción que los agentes privados tienen sobre la economía.

En la segunda mitad del año es previsible que la inflación permanecerá muy cerca de la meta o incluso por debajo de ella. A esto contribuirán los bajos precios del petróleo, la debilidad de la demanda agregada y un tipo de cambio estable, en combinación con un bajo efecto traspaso. Ante la incertidumbre en torno a la evolución de la pandemia y la actividad económica, considero que los principales riesgos para la inflación son a la baja.

Por otro lado, los mercados financieros nacionales tuvieron un comportamiento relativamente favorable desde nuestra última decisión. El peso se apreció 6.44 %, la bolsa se mantuvo estable y las tasas de interés mostraron movimientos acotados. Por su parte, los *CDS* del soberano disminuyeron en 74 puntos base. Aun así, los mercados financieros continúan deteriorados con respecto a lo observado a principios de año.

En lo que va de 2020, las tasas de interés de 2 años han experimentado una disminución de 184 puntos base mientras que las de 10 años han disminuido en 88 puntos base. Considero que esto ha sido consecuencia, en buena medida, de la postura monetaria menos restrictiva, así como de las diversas acciones que ha implementado el Banco de México.

Es evidente que los riesgos que acechan a los mercados financieros internacionales también inciden sobre los nacionales. Además de ello, considero que un riesgo adicional para los mercados nacionales es la posibilidad de una caída económica demasiado profunda. Esto implica que una política monetaria menos restrictiva también podría contribuir a reducir los riesgos para los mercados financieros nacionales.

A partir de todo lo anterior, mi postura es a favor de una reducción de 50 puntos base en la tasa de referencia de la política monetaria. En un contexto en el que la actividad económica se ha deteriorado de manera muy preocupante y que las perspectivas para la inflación son positivas y cuyos riesgos están acotados, considero que una reducción de esta magnitud es apropiada.

A algunos analistas les preocupa que una disminución en el diferencial de tasas con respecto a la Reserva Federal pudiera impactar negativamente en el desempeño de los mercados financieros nacionales y que incluso pudiera poner en riesgo el objetivo inflacionario. Considero que esta no es una preocupación válida o plenamente justificada. Primero, un número muy importante de países emergentes han reducido su diferencial en mayor magnitud que México, sin que ello haya significado que sus mercados financieros o sus metas inflacionarias se encuentren en riesgo. Segundo, existe evidencia empírica que muestra que los flujos de capital también dependen de las expectativas de crecimiento. En la medida en que una menor tasa de interés contribuya al crecimiento, esto podría incluso contribuir a mantener o a atraer mayores flujos de capital. Tercero, el incremento en la tenencia de activos de largo plazo de la Reserva Federal implica una disminución de facto de la tasa de interés en ese país, por lo que no es necesariamente correcto medir el diferencial de tasas con respecto a la tasa estatutaria de los fondos federales. En ese sentido no considero que se corra riesgo alguno al reducir la tasa de interés en México en 50 puntos base.

Es importante mencionar que parto de la premisa de que la tasa de política monetaria sí tiene un impacto en la actividad económica real a través de distintos canales, incluyendo el canal del crédito. En la actual coyuntura, la disponibilidad de crédito es primordial para evitar que empresas que son solventes vayan a la quiebra por problemas de liquidez. Es por ello que la respuesta ofrecida por el Banco Central en materia de crear facilidades para el otorgamiento de crédito dirigidas sobre todo a micro, pequeñas y medianas empresa es la adecuada. Sin embargo, considero que si dicha disponibilidad no va acompañada de una tasa de interés suficientemente baja, los agentes económicos no tendrán incentivos para adquirir un crédito y su demanda permanecerá limitada. Considero que algo que debemos evitar es precisamente que las acciones que toma el Banco de México en una dimensión se vean limitadas por sus propias decisiones en alguna otra dimensión.

Finalmente, quiero reiterar mi visión de que ante una contracción de la actividad económica de la magnitud que se prevé, es necesario que el Banco actúe de manera cautelosa pero firme y que use todos los instrumentos que tenga a su alcance. Esto implica que, de ser necesario, y siempre y cuando la tasa de inflación se mantenga suficientemente cerca de su nivel objetivo, la tasa de interés real pueda llevarse a niveles cercanos a cero o incluso negativos antes de fin de año. Es evidente que uno de los mayores retos a los que se enfrentará la economía mexicana es al proceso de recuperación económica que deberá ocurrir a partir del segundo semestre de 2020 y que deberá consolidarse en 2021. Por lo mismo, considero que el Banco debe monitorear muy de cerca los indicadores y la situación económica y debe estar dispuesto a actuar si las condiciones así lo requieren. Esto incluye no descartar la posibilidad de actuar incluso en fechas no calendarizadas ante signos de un deterioro significativo en las condiciones económico-financieras.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Mi voto es por continuar el ciclo de relajación monetaria mediante una reducción de 50 puntos base en el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día, para situarlo en 5 %. Las circunstancias macro-financieras siguen apuntando la necesidad de una política más acomodaticia, mientras que las posturas monetarias relativa y absoluta confirman el espacio necesario para instrumentar la reducción propuesta. No obstante, predomina una incertidumbre extrema por las crisis sanitaria, económica y de información fiable, lo cual conlleva riesgos significativos en diferentes frentes. En consecuencia, hacia adelante la magnitud y velocidad del ajuste monetario deben seguir respondiendo a la incertidumbre con sensatez. Su trayectoria futura dependerá de lo que las circunstancias y la información disponible dicten momento a momento.

Una inflación baja, la grave recesión económica y las presiones en los mercados financieros señalan la necesidad de una política monetaria más acomodaticia. La inflación general presenta una disminución importante desde el año pasado y las expectativas de inflación de corto plazo se sitúan en alrededor de 3 % al fin del año, fundamentalmente motivadas por la ampliación negativa en la brecha de producto. Los mercados financieros aún se encuentran digiriendo el choque de volatilidad extrema producto de la incertidumbre generada por la propagación de la pandemia del COVID-19 y de las políticas de confinamiento. Si bien hay ciertas muestras de recuperación en las últimas semanas, la persistencia del sentimiento de aversión al riesgo y la presión en los mercados financieros señalan la necesidad de asegurar adecuados niveles de liquidez en los mercados y condiciones monetarias laxas.

El cada vez más adverso panorama económico y sus riesgos refuerzan la necesidad de una postura francamente acomodaticia. Se ha revisado nuevamente a la baja las expectativas de crecimiento, tanto globales como para nuestro país. El FMI acaba de divulgar su más reciente proyección para la economía mundial de -4.9 %, prácticamente dos puntos porcentuales menores a su estimado de abril, mientras que ahora anticipa una disminución de -10.5 % para el PIB de México en 2020. Desde nuestra última decisión de política monetaria, nos enteramos de más instituciones financieras y analistas cuyas proyecciones de crecimiento para 2020 ya son de disminuciones de dos dígitos. Incluso, nuestras propias estimaciones abarcan varios escenarios con tasas todavía más pesimistas que las mencionadas, lo que implica una continua ampliación negativa en la brecha de producto y un aumento todavía mayor en las condiciones de holgura. En otras palabras, estamos reconociendo una recesión muy profunda con una recuperación lenta y complicada en forma de U, como consecuencia del severo deterioro de la inversión y el consumo. No sólo estamos observando una drástica reducción en los ingresos de los hogares, sino además un comportamiento de alta aversión al riesgo por parte de la mayoría de los agentes económicos que no va ser fácil revertir hasta bien entrada la recuperación. Asimismo, ha aumentado el riesgo de un patrón de recuperación en forma de W debido a un posible segundo brote del COVID-19 o que las medidas sanitarias y económicas simplemente no sean de suficiente alcance, como lo contempla la OCDE en sus escenarios económicos. Ante esta crisis de magnitud sin precedente, es inverosímil pensar que una postura monetaria mucho más laxa no apoyará, de alguna manera, a esta debilidad económica.

La gran preocupación es el daño que estamos observando en los mercados laborales. La última encuesta del Inegi señala una pérdida de 12.5 millones de empleos, de los cuales más de 10 millones son de informalidad laboral, es decir, entre la población más vulnerable del país. Ante las políticas de confinamiento y cierre de establecimientos, la mayoría de estas personas que perdieron sus fuentes de ingresos quedaron temporalmente fuera de la población económicamente activa, pero obviamente están deseosos de volver a encontrar una ocupación, los conocidos como disponibles para trabajar. Si consideramos estas personas como parte de la población económicamente activa, la tasa de desempleo encubierto actual equivale a 25.4 % de la fuerza laboral. Peor aún, ha aumentado en gran proporción el número de personas empleadas en condiciones de subempleo, es decir, que han sido relegadas a trabajar menos horas con salarios más bajos. Estas personas también necesitan un empleo de tiempo completo con mejores remuneraciones. Si sumamos las necesidades de trabajo de estas personas a las cifras mencionadas, llegamos a la tasa escandalosa de 50.6 % de la fuerza laboral potencial, conocida como la brecha laboral. Las cifras del Inegi y del IMSS apuntan a que la gran mayoría de los empleos perdidos eran de ingresos de dos salarios mínimos

o menos, evidencia adicional de que la pérdida laboral ha afectado de nuevo a la población más vulnerable. Si observamos el número de establecimientos que han cerrado permanentemente, como por ejemplo, los que se han dado de baja del Seguro Social, llegamos a la conclusión de que mucho de nuestro desempleo actual es permanente, ya que no serán puestos de trabajos que se podrán recobrar en la etapa de recuperación.

Pese a que la inflación se mantiene en niveles bajos, hay presiones al alza en rubros que afectan a los hogares de menores ingresos. La reducción de la inflación se debe principalmente a la caída en precios de bienes y servicios que la mayoría de los consumidores han dejado de comprar, mientras que los precios de los bienes más relevantes para los hogares, como las mercancías alimenticias, han subido en una proporción mucho mayor. La pandemia, mediante choques de oferta y demanda, ha provocado una recomposición en los precios relativos en perjuicio de los hogares más vulnerables, fenómeno que no se refleja adecuadamente en el INPC. La ruptura en las cadenas de valor y los canales de distribución han dejado evidencia de presiones al alza en los precios de los alimentos, que son los que más se han seguido consumiendo durante el confinamiento. A esto se suma la presencia de otros riesgos, como son los posibles aumentos en costos laborales en meses previos y a la depreciación cambiaria de inicios de año, lo cual podría hacer que esta alza de precios continuara. Por ello, es necesario estar vigilantes debido a que estas circunstancias erosionan el poder adquisitivo de los hogares de menores recursos y empeoran la severa pérdida de ingreso que están sufriendo los que están sin empleo.

La incertidumbre se agrava por problemas de la medición económica derivados del confinamiento social. Como ya mencioné, los cambios en los patrones de consumo de los hogares hacen que la canasta y ponderadores empleados para la medición de la inflación no sean los más adecuados en estos momentos. Además, la cancelación de entrevistas presenciales y el cierre de establecimientos implican que las medidas alternativas de medición presenten algunos problemas de comparabilidad, así como una menor calidad de la información. Esto dificulta la determinación del impacto inflacionario y de otras variables clave, como el empleo y el consumo.

Las posturas monetarias relativa y absoluta por el momento muestran espacio para una mayor relajación, aunque su aprovechamiento pudiera implicar algunas limitantes en el futuro. La inflación baja, pese a los riesgos mencionados, permite una relajación con cautela. En términos de la postura absoluta, la gran holgura económica ofrece un espacio de mayor acomodo mientras que en términos de la postura relativa, la reducción de las primas de riesgo derivado de la menor aversión al riesgo abre la posibilidad de un diferencial más moderado. Sin embargo, hacia adelante este espacio podría enfrentar límites debido a dos factores. El primero es el riesgo de que estas primas estén subestimando riesgos globales como la continuación de la crisis petrolera, el recrudecimiento de las tensiones entre China y Estados Unidos y las elecciones en este último país. El segundo factor es que la reducción de la aversión al riesgo a nivel global hará que los inversionistas se centren más en los riesgos locales, tales como la capacidad de las finanzas públicas para sostener una recuperación económica efectiva y el deterioro crediticio soberano y de Pemex. En este contexto, el diferencial de tasas podría volver a adquirir una mayor relevancia para compensar estos riesgos y así evitar flujos netos de capitales hacia el exterior.

En nuestra decisión, siempre debemos considerar las posibles afectaciones en el mediano plazo al marco macro-financiero como resultado de la relajación necesaria en el corto plazo. Queda claro la necesidad actual de seguir con el ciclo de relajamiento y de reforzar la liquidez en el sistema financiero. Las medidas adicionales que hemos tomado para proveer mayor liquidez, mejorar la operatividad del sistema financiero y asegurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, serán más efectivas con una tasa de política monetaria más baja y de esta manera, facilitaremos la recuperación económica en un ambiente de estabilidad financiera. No obstante, eventualmente llegaremos a una tasa terminal. En anticipación a ese momento, debemos recordar que una reducción excesiva de la tasa de referencia podría desestimular el ahorro interno y externo, que en México es un activo escaso. Recordemos que el capital externo ha mostrado, incluso antes del incremento de la aversión al riesgo por la pandemia, un enfriamiento de su entusiasmo por invertir en el país. Al pensar en el punto de terminación del ciclo actual de relajamiento,

siempre debemos considerar que una tasa de interés excesivamente baja pudiera afectar el ahorro bancario, el tipo de cambio y distorsionar los precios de otros activos financieros, factores que podrían afectar la estabilidad financiera en el mediano plazo.

La velocidad del ajuste monetario depende de la evolución de los riesgos, así como del comportamiento del ciclo económico. Por ello, es indispensable que en la comunicación del banco central se enfatice la necesidad de mantener una inflación baja, especialmente en los rubros de mayor importancia para la población como es el de los precios de las mercancías alimenticias, y así evitar un desanclaje de las expectativas de inflación. Dadas las perspectivas de la actividad económica, la falta de apoyo fiscal y el sustento frágil de la reducción de inflación observado, la estrategia será considerar la información día a día como la mejor guía en el futuro. Debemos recordar que la mejor contribución de la política monetaria en la fase de recuperación se refleja en el mandato prioritario a fin de evitar un mayor deterioro en el poder adquisitivo de los hogares, los cuales ya tienen mermas sensibles en su ingreso.

En suma, hay que considerar los alcances de la política monetaria y los espacios disponibles para responder a la incertidumbre con sensatez. En los alcances de la política monetaria está el apoyo de los programas para proveer liquidez de emergencia, flexibilidad del marco regulatorio, relajamiento de las medidas prudenciales y otros aspectos que estabilizan el funcionamiento del sistema financiero. Por lo pronto, la respuesta a la incertidumbre es continuar con el proceso de relajamiento monetario mediante una reducción de la tasa de referencia en una magnitud y velocidad constante, de tal forma que pueda ser plenamente anticipada por el mercado.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Las medidas de confinamiento implementadas alrededor del mundo han mostrado cierta efectividad en cuanto a la contención y estabilización de la pandemia, si bien con resultados diferenciados por jurisdicciones.

Mientras que las principales economías avanzadas y China han iniciado una escalonada reapertura económica, en medio de un riesgo latente de un segundo brote de contagios, las economías en desarrollo, particularmente de América Latina, se han convertido en el nuevo epicentro de la crisis sanitaria. Ello debido, entre otros factores, a que el alto grado de informalidad e índice de pobreza de la región dificultan el cumplimiento de las medidas para evitar la propagación del COVID-19.

La información oportuna indica que la contracción de la economía global se acentuó en el segundo trimestre, acompañada por el continuo deterioro en los mercados laborales, si bien los datos de mayo permiten vislumbrar cierta mejoría ante la reanudación gradual de las actividades productivas.

En respuesta a lo anterior, analistas y organismos internacionales nuevamente ajustaron a la baja sus pronósticos de crecimiento y ahora prevén caídas de entre 4.9 y 6 % para 2020. No obstante, en su escenario central anticipan una recuperación gradual en la segunda mitad de este año y un ligero repunte para el próximo.

Es relevante reiterar que dichas previsiones están sujetas a un alto nivel de incertidumbre, principalmente por el posible restablecimiento de medidas de distanciamiento social ante nuevos casos de contagio en economías que han iniciado su reapertura, lo que podría afectar severamente y por tiempo indeterminado el desempeño económico global.

Adicionalmente, persisten otros riesgos que podrían obstaculizar la frágil recuperación, como el posible resurgimiento de conflictos comerciales y el proceso electoral en Estados Unidos. Asimismo, no se descarta la posibilidad de eventos de crédito sistémico, ante un repentino apretamiento en las condiciones financieras globales, o potenciales brotes de descontento social por el incremento histórico en el desempleo y por solicitudes de bancarrota que han generado cuantiosas pérdidas de ingresos de los hogares y las empresas.

Ante el entorno descrito, la inflación general y subyacente se mantienen en la mayoría de los países por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Explica este comportamiento la caída en los precios de los energéticos, así como la menor demanda de mercancías no alimenticias y de servicios, que contrarrestaron incluso a las restricciones de oferta por la interrupción de las cadenas de valor globales.

En respuesta, los bancos centrales mantienen sus posturas acomodaticias, indicando en lo general que el ciclo de bajas ha concluido y que permanecerán en dichos niveles el tiempo que sea necesario. En adición, muchos han ampliado aún más sus programas de estímulo monetario, principalmente a través de la compra de activos, y ofreciendo nuevas facilidades e inyecciones de liquidez, especialmente enfocadas al apoyo de empresas. Lo anterior a fin de garantizar el acceso a los canales de crédito y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Se estima que dichas medidas podrían incrementar el balance de los bancos centrales entre 15 y 40 %.

Destaca la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos, cuyas recientes proyecciones permiten prever que el rango de tasas de 0 a 0.25 % permanecería sin cambios hasta 2022. Además, la institución anunció que incrementará las compras de activos a un ritmo igual o superior al actual, así como la posibilidad de implementar un esquema de control de la curva.

Por su parte, diversos gobiernos continúan con cuantiosos programas de apoyo fiscal para apoyar a los sectores más afectados por la pandemia. Tal es el caso de Japón, que aprobó medidas adicionales para financiar el segundo paquete de estímulo por cerca de 1.1 billones de dólares con el objetivo de mantener el empleo y fortalecer el sistema de salud.

Ante este panorama, los activos financieros presentaron comportamientos positivos: los índices accionarios aumentaron, las tasas de interés de bonos gubernamentales registraron movimientos acotados, las divisas se apreciaron frente al dólar y los precios de las materias primas se incrementaron. No obstante, diversos analistas han empezado a alertar sobre una posible sobrevaluación del mercado accionario que no corresponde a los fundamentos económicos. Asimismo, otros estudios alertan sobre un aumento en la tasa de incumplimiento de bonos de alto rendimiento que podría constituir un riesgo de traspaso de la crisis sanitaria al sector financiero.

Siguiendo la misma tendencia, los activos financieros de economías emergentes presentaron comportamientos positivos: se registraron flujos de entrada de capital en los mercados de renta fija, si bien los de renta variable siguen mostrando salidas.

El ámbito fiscal en economías emergentes continúa siendo un factor de riesgo, ya que se espera un deterioro tanto en los balances como en la razón deuda a PIB, debido a la presión presupuestaria de los programas de estímulo y a una menor actividad económica.

Por todo lo anterior, la trayectoria de la economía y de los mercados dependerá de la evolución de la pandemia, de las medidas para contener el contagio y para atender los efectos adversos sobre la economía, por lo que es previsible que el entorno de volatilidad y de incertidumbre global persista.

En México, los datos económicos finales y oportunos al primer semestre confirman el grave impacto de la pandemia y de las medidas de contención sobre la actividad económica.

Al cierre del primer trimestre, la mayoría de los componentes de la demanda agregada se contrajeron: la inversión retrocedió 9.5 %, el consumo 1.2 % y las importaciones 5.1 %; únicamente las exportaciones aumentaron, en 1.7 %. Sin embargo, en abril se observó una reducción significativa en las exportaciones al tiempo que las importaciones mantuvieron su tendencia negativa. Adicionalmente, se prevé que tanto la inversión como el consumo hayan continuado reduciéndose como resultado de la cuantiosa pérdida de empleo y el nivel de incertidumbre.

La producción industrial en abril se ubicó en su nivel más bajo en más de veinte años, al caer 29.6 % en términos anuales. Destacan las caídas en los rubros de manufacturas y construcción, de 35.5 y 38.4 %, respectivamente. Además, la continua debilidad en los índices de confianza y opinión empresarial, en el indicador de pedidos manufactureros y en el sector servicios apuntan a que el desempeño desfavorable continuará en los próximos meses.

En el mercado laboral, el impacto también ha sido de una magnitud sin precedente. De acuerdo con información del IMSS, en los primeros cinco meses del año se observó una disminución de 838 mil puestos de trabajo, mientras que al incorporar la información del sector informal, la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo del Inegi, se estima una pérdida de más 12 millones de empleos a abril.

Dicha encuesta ubica la tasa de desocupación nacional en 4.7 % y presenta un importante aumento en la desocupación alternativa, en particular en la población subocupada y la población no económicamente activa disponible. Asimismo, los retiros por desempleo de las cuentas individuales de las afores por más de 6 mil millones de pesos durante el año representan la cifra más alta desde que se tiene registro.

Derivado de lo anterior, los pronósticos de crecimiento para este año continúan revisándose a la baja. El consenso de analistas ajustó su perspectiva de una contracción de 7.5 % a una de 8.3 %, y el Fondo Monetario Internacional hizo lo propio al revisar su estimado de -6.6 a -10.5 %.

Asimismo, el *staff* del Banco de México volvió a revisar a la baja sus proyecciones que prevén una contracción de entre 7.4 y 12.9 % durante 2020, y crecimiento entre 0.3 y 5.9 %. Estos resultados permiten prever que la brecha del producto continuará ampliándose en lo que resta del año.

Desde nuestra reunión en mayo, los mercados financieros locales presentaron un comportamiento positivo, en línea con el sentimiento global de menor aversión al riesgo. En particular, el peso se apreció alrededor de 6.5 %, la bolsa se incrementó 0.71 %, las tasas de interés de valores gubernamentales mostraron movimientos moderados y el riesgo soberano continuó ajustándose a la baja.

No obstante, persisten elementos que llaman a la cautela. Entre ellos, las condiciones de operación medidas a través de la volatilidad, liquidez, profundidad y diferenciales de compraventa, entre otras métricas, continúan deterioradas tanto en el mercado cambiario como en el de renta fija. Asimismo, en términos comparativos, el peso mexicano continúa ubicándose entre las divisas emergentes con mayor depreciación anual, 18.11 %, y el saldo de la posición cambiaria neta siguió ampliándose sobre terreno negativo.

Si bien durante las últimas semanas los flujos de salida en instrumentos locales se moderaron, los datos acumulados anuales representan salidas superiores a 13 mil millones de dólares en renta fija y un flujo nulo en renta variable. Además, la curva de tasas de interés de valores gubernamentales mantuvo la dinámica de empinamiento, indicando que las preocupaciones por factores idiosincráticos continúan.

En particular, la fragilidad de las finanzas públicas, la sostenibilidad financiera de Pemex y el debilitamiento institucional son los riesgos más destacados por inversionistas. Al respecto, en abril, los ingresos públicos se ubicaron por debajo del programa por primera vez en el año. Se estima que el faltante por ingresos petroleros incluyendo coberturas y tributarios sin IEPS al cierre del año sería de entre 2.2 y 3 % del PIB. Estos faltantes se compensarían parcialmente con el uso de ingresos no recurrentes por alrededor de 182.9 miles de millones de pesos o 0.8 % del PIB, provenientes del FEIP y de la recuperación de activos financieros de fondos y fideicomisos.

Dicha brecha podría ampliarse ante necesidades adicionales de capitalización para Pemex, que resultan inminentes ante los problemas financieros de la empresa, la pronunciada caída en sus ventas, y la continuación de proyectos no rentables en los que la carga financiera y el riesgo se concentran en el Gobierno Federal.

De igual forma, las revisiones a la calificación soberana y la posible pérdida de grado de inversión se han traducido en un apretamiento en las condiciones financieras para el gobierno y las empresas mexicanas. Si bien durante mayo y junio se efectuaron algunas colocaciones de deuda corporativa, estas continúan siendo insuficientes para refinanciar la totalidad de los vencimientos de corto plazo que se han presentado en el año. Por ello, las empresas han recurrido al financiamiento con la banca comercial, lo que podría generar presiones en el futuro cercano.

Hasta el momento los canales de crédito han funcionado ordenadamente y sus indicadores de riesgo continúan sin presentar alarmas importantes. No obstante, los índices de morosidad tanto de la cartera de consumo como de la empresarial, principalmente en el segmento de pymes, han aumentado. Al respecto, el Reporte de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2020 destacó en sus pruebas de estrés que el sistema bancario en su conjunto se encontraba en una posición sólida al inicio de la pandemia para absorber adecuadamente diversos choques extremos. Sin embargo, algunas instituciones de menor tamaño podrían enfrentar problemas. Esta situación podría deteriorarse rápidamente, ya que, sin un decidido apoyo fiscal para empresas y hogares, estas cerrarán de manera permanente antes de siquiera llegar a tocar las puertas de la banca para renovar, restructurar u obtener nuevos créditos, con independencia de la disponibilidad de recursos y del nivel de tasas.

En cuanto a la inflación, entre abril y la primera quincena de junio, la general incrementó de 2.15 a 3.17 %, debido principalmente al aumento del componente no subyacente que pasó de una disminución de 1.96 % a un aumento de 1.64 %. Lo anterior refleja los mayores precios de los energéticos, así como de frutas y verduras.

Asimismo, el componente subyacente aumentó 14 puntos base, para ubicarse en 3.66 %, manteniéndose en niveles elevados a pesar de la importante contracción en la actividad económica y mayores niveles de holgura. Ello indica que durante el periodo de confinamiento los aumentos de algunos rubros como los de las mercancías alimenticias que ascendieron a 6.5 %, predominan sobre las reducciones observadas en las no alimenticias y los servicios. En consecuencia, los choques de oferta y de demanda que enfrentamos actualmente se transmiten al proceso de formación de precios a través de diversos canales que generan presiones tanto al alza como a la baja, que afectan en diversos grados a cada uno de los rubros del INPC, por lo que su efecto neto es incierto.

Finalmente, las expectativas para la inflación general para el cierre del año aumentaron de 2.9 a 3.07 %, mientras que para 2021 y años subsecuentes se mantienen elevadas alrededor de 3.5 %.

Tomando en cuenta las revisiones a la baja del crecimiento económico para este año, mayores niveles de holgura, una moneda más apreciada y la evolución reciente de la inflación, se aprecia cierto espacio para continuar el relajamiento de la postura monetaria.

El reto que hoy enfrentamos es cómo administrar dicho espacio. Ante el nivel de incertidumbre global y local que caracteriza este momento no podemos descartar ningún escenario, ni benigno ni de un posible deterioro adicional, por lo que la política monetaria debe conducirse con extrema cautela. Por ello, en mi opinión, lo más responsable es continuar con un enfoque gradual que permita a esta Junta de Gobierno dar seguimiento a la nueva información para actualizar nuestros pronósticos y contar con márgenes de maniobra para tomar las acciones conducentes de manera oportuna y prudente.

Por todo lo anterior, hacia adelante es indispensable dar seguimiento a los siguientes riesgos, algunos de los cuales ya han empezado a materializarse: un mayor debilitamiento de la actividad económica derivado de un segundo brote de la pandemia y/o de un deterioro adicional en la confianza para invertir; riesgos geopolíticos, entre los que destacan la reanudación de conflictos comerciales; el proceso electoral en Estados Unidos, así como eventos de descontento social, que puedan afectar súbitamente el apetito por riesgo; eventos de volatilidad por causas internas o externas que pudieran afectar el tipo de cambio y su

impacto sobre las proyecciones de inflación; la persistencia de la inflación subyacente al permanecer en niveles altos, a pesar de los mayores niveles de holgura y la incertidumbre sobre el efecto neto de los choques de oferta y demanda, y riesgos idiosincráticos, en particular, finanzas públicas débiles para 2020 y 2021 y la vulnerable situación financiera de Pemex, en un contexto en que no se descarta la pérdida de grado de inversión de la calificación soberana.

Tomando en cuenta lo anterior, mi intención de voto es disminuir en 50 puntos base la tasa de interés interbancaria a un día, para dejarla en 5 %.

Asimismo, considero que el comunicado de política monetaria debe enfatizar que esta decisión es congruente con la convergencia de la inflación a la meta del 3 % en el periodo en el que opera la política monetaria considerando las nuevas revisiones a la baja del crecimiento para la economía nacional. Finalmente, es importante que resalte que la Junta se mantendrá atenta a la nueva información para continuar actuando como hasta ahora lo ha hecho, con oportunidad y cautela.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Si bien la actividad económica global parece haber agudizado su contracción durante el segundo trimestre del año, diversos indicadores oportunos muestran indicios de recuperación y es probable que el deterioro durante dicho lapso resulte menor al previamente anticipado. Además, continúa previéndose una recuperación importante de los niveles de actividad durante la segunda mitad del año y en 2021.

No obstante lo anterior, las proyecciones de crecimiento para 2020 han continuado revisándose a la baja y, en sus pronósticos más recientes, el FMI anticipa que el PIB mundial será en 2020 y 2021 cerca de 9 y 7 %, respectivamente, inferior a lo previsto a principios de este año. Adicionalmente, este escenario se encuentra sujeto a un inusualmente elevado nivel de incertidumbre y múltiples factores de riesgo que, en balance, parecen presentar un sesgo a la baja.

Entre estos destaca, en primer lugar, la evolución de la pandemia de COVID-19, particularmente en algunas economías clave. Los esfuerzos dirigidos a contener la propagación del virus han permitido la gradual reapertura de algunos sectores y actividades, pero desarrollos recientes en algunas regiones han puesto en evidencia que el riesgo de rebrotes es elevado.

En segundo lugar, aunque el apoyo brindado por la política fiscal en numerosas jurisdicciones ha sido fundamental para contener los efectos recesivos del choque, no puede descartarse el riesgo de que el estímulo provisto por esta vía sea insuficiente o retirado prematuramente, al menos de manera parcial, particularmente en contextos en que dichas medidas parten de una base de niveles de endeudamiento considerables.

En tercer lugar, la posibilidad de episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales continúa latente. Si bien estos han mostrado un comportamiento relativamente estable en las últimas semanas, es preciso señalar que esto se basa en buena medida en la expectativa de materialización de una trayectoria favorable tanto para la actividad económica como para la pandemia, escenario que como se señaló anteriormente, sigue sujeto a un elevado grado de incertidumbre.

En este contexto, los precios del petróleo han registrado una importante recuperación desde los mínimos históricos alcanzados recientemente y, aunque aún en niveles bajos en relación con lo observado a principios de este año, las cotizaciones de instrumentos de mercado apuntan a cierta estabilidad hacia adelante.

De esta manera, es de anticiparse una trayectoria deprimida para la inflación, tanto a nivel global como, de manera particular, en las economías avanzadas. En parte con esta motivación, así como en consideración de su favorable efecto sobre la actividad económica y el desempeño de sus mercados financieros, los

principales bancos centrales han continuado reiterando su disposición a mantener las medidas de relajamiento hasta ahora implementadas por el tiempo que sea necesario, o incluso a reforzarlas.

Si bien en un entorno altamente volátil, la mejora reciente en el comportamiento de los mercados internacionales ha permitido a las economías emergentes enfrentar condiciones financieras menos astringentes, lo que se ha visto reflejado en un desempeño en general favorable de los precios de sus activos. Sin embargo, las sostenidas salidas de capital en instrumentos de renta variable denotan un persistente sentimiento de aversión al riesgo por parte de inversionistas.

En México, ante la marcada lasitud de las demandas interna y externa, la debilidad de la economía se ha acentuado durante el segundo trimestre de 2020. La limitada información disponible y la persistencia de una situación de alta incertidumbre dificultan un análisis preciso del comportamiento reciente de la actividad económica.

Sin embargo, abril parece haber sido el mes con la caída más pronunciada de la producción y la demanda, observándose una contracción menor o incluso una leve recuperación en diversas variables, aunque desde niveles muy bajos, a partir de mayo, resultado principalmente del efecto de una gradual reapertura de la economía. En este contexto, después de haber mostrado un fuerte descenso en abril, algunos indicadores de opinión empresarial, las ventas de la Antad, la producción y ventas al menudeo de vehículos ligeros, e indicadores oportunos del sector de transporte, entre otros, mostraron cierta mejoría en el margen en mayo.

Por otra parte, es de esperarse que el desplome de la economía durante el periodo abril-junio sea más profundo de lo previsto. Lo anterior en virtud de que dada la duración de la pandemia y la manera en que esta ha venido evolucionando, la reapertura de la actividad económica ha sido más gradual de lo que se anticipaba.

Por otra parte, las perspectivas para los próximos meses se han deteriorado. Además de que las estimaciones sobre la fecha en que la crisis sanitaria llegará a su pico en México se han venido postergando, de la experiencia de otros países es evidente que el riesgo de nuevos brotes una vez que el proceso de reapertura económica se acelere es considerable.

A lo anterior cabe agregar retos de naturaleza interna. Entre estos destaca la ausencia de un enfoque de política balanceado para impulsar la recuperación, particularmente ante la modesta respuesta fiscal. Las potenciales implicaciones para el aparato productivo pueden repercutir de manera prolongada en el empleo y, por tanto, en el consumo.

Asimismo, las perspectivas para la inversión, elemento fundamental del crecimiento potencial de la economía, son preocupantes. Este agregado ha venido mostrando una tendencia a la baja desde mediados de 2018, ubicándose en la actualidad en niveles similares a los de principios de 2011. Si bien la pandemia influyó en este comportamiento en las fechas más recientes, y es de esperarse que su efecto se acentúe en los próximos meses, hasta ahora los principales determinantes han sido la situación de las finanzas públicas y, particularmente, un entorno que es considerado por el sector empresarial como poco propicio para la inversión privada. Al respecto, cabe resaltar por ejemplo el hecho de que este año México dejó de formar parte, por primera vez desde 2011, de la lista de 25 países considerados como de mayor atractivo para la inversión extranjera en la encuesta llevada a cabo por la empresa consultora *Kearney*.

Tanto la puesta en operación del T-MEC como la anticipada recuperación de la economía estadounidense deberían apoyar la inversión. Sin embargo, esto difícilmente será suficiente para llevarla a los niveles requeridos, ante una situación en la que subsiste la preocupación empresarial por el estado de derecho, la inseguridad, el deterioro del marco institucional y la orientación de algunas políticas públicas, entre otros aspectos. Así, es difícil anticipar un apoyo significativo de esta fuente a la recuperación de la economía en los próximos meses.

En este contexto, las expectativas de crecimiento económico para 2020 se han seguido ajustando a la baja, observándose además la persistencia de una amplia dispersión en las proyecciones, lo que es un reflejo de la alta incertidumbre que las rodea. Adicionalmente, dicha revisión no ha sido compensada por el correspondiente ajuste al alza de las expectativas para el año siguiente, que apuntan a una recuperación modesta.

Naturalmente, la anterior situación se ha reflejado en el mercado laboral. Además de la caída del empleo formal y la fuerte contracción de la tasa de participación, el número de trabajadores ya sea desocupados, disponibles para trabajar o subocupados aumentó en más de 20 millones de personas entre marzo y abril.

En la primera quincena de junio la inflación siguió mostrando un comportamiento similar al observado desde hace meses, aunque por determinantes que han variado con el tiempo. Es decir, una inflación general no muy alejada de la meta y cuyas fluctuaciones se originan principalmente de su componente no subyacente, acompañada por una inflación subyacente que no cede y se mantiene relativamente estable, registrando en esta ocasión una cifra de 3.66 %.

En esta fase, los determinantes principales de la trayectoria de la inflación se vinculan a los choques de demanda y oferta derivados de la pandemia. En el caso de la inflación no subyacente, a la importante contracción en términos anuales de los precios de los energéticos, a pesar de la recuperación observada recientemente; y en el caso de la subyacente, principalmente a presiones de demanda y oferta sobre los precios de los alimentos.

No obstante la debilidad de la economía, no es de esperarse que la inflación general converja a la meta durante lo que resta de este año y principios del siguiente, especialmente en virtud del posible comportamiento de la inflación no subyacente, tanto por la esperada trayectoria de los precios de los energéticos, como por efectos estadísticos de base de comparación. Por su parte, en ausencia de choques adicionales importantes, la inflación subyacente debería empezar a reflejar con antelación el impacto de la amplia brecha negativa del producto. De esta forma, parece razonable anticipar que la inflación general converja a la meta de 3 % durante el segundo semestre del año entrante.

Sin embargo, los analistas del sector privado no están convencidos de que este escenario se vaya a materializar. Las expectativas de inflación tanto para el índice general como para su componente subyacente para el cierre de 2021 y para el largo plazo se ubican muy cerca de o en 3.5 %. Sorprende de manera particular que las expectativas para la inflación subyacente para los próximos 5 a 8 años se hayan ajustado al alza desde principios de 2020 a cifras muy cercanas a dicho nivel, lo que inclusive hace surgir el riesgo de un desanclaje de las mismas.

Si bien no comparto estas proyecciones, me parece que cuando menos en lo referente a las cifras para el año entrante, revelan la incertidumbre que rodea al comportamiento de la inflación, y particularmente el potencial de nuevos choques de oferta o demanda sobre los precios, así como el riesgo de presiones sobre el tipo de cambio ya sea por factores derivados del entorno externo o del interno.

El comportamiento de los mercados financieros en México ha mostrado una mejora desde la última decisión de política monetaria. En lo anterior han influido en buena medida factores externos, y especialmente un mayor optimismo en los mercados respecto del desempeño de las economías avanzadas ante la reanudación gradual de su actividad. Además, las medidas adoptadas por el Banco de México han contribuido a fortalecer la confianza. Así, el tipo de cambio se ha apreciado, al tiempo que las tasas de interés sobre valores gubernamentales en general se ajustaron a la baja, especialmente en sus segmentos de corto plazo.

No obstante lo anterior, las condiciones de operación tanto en el mercado cambiario como en los de renta fija se mantienen deterioradas. Además, las salidas de capital de extranjeros han continuado aunque a un ritmo menor al observado hace unas semanas y el sentimiento en los mercados se mantiene altamente

sensible a acontecimientos de diversa índole. En lo externo, cabe subrayar los riesgos derivados de la pandemia, de la relación entre Estados Unidos, China y otros países, y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. En lo interno, destacan los desafíos que todavía persisten sobre la situación de Pemex y las finanzas públicas.

Como lo muestran ingresos presupuestarios por debajo de lo programado en abril, estas últimas están resintiendo ya los efectos de la pandemia. Tomando en cuenta la evolución esperada de los principales agregados macroeconómicos en 2020, es de esperarse que aun después de considerar el uso del FEIP y otros ingresos extraordinarios, las finanzas públicas muestren un deterioro importante durante el año. Bajo estas circunstancias, se acentúa la necesidad de diseñar tanto una solución de largo plazo a los problemas de Pemex, como una estrategia que permita fortalecer de manera permanente los ingresos gubernamentales y asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas, especialmente ante la merma de los recursos del FEIP y el consecuente incremento de la vulnerabilidad de las finanzas públicas en 2021. En ausencia de medidas concretas en esta dirección, sería inconveniente buscar un mayor apoyo de la política fiscal para hacer frente a la pandemia. Aunque existe la opción de una reorientación importante del gasto público, no se percibe apoyo para ajustes de esta naturaleza.

Considero que, si bien la política monetaria enfrenta un panorama muy incierto, el escenario descrito y particularmente la perspectiva de que la inflación converja a la meta de 3 % durante la segunda mitad del año entrante, permiten una reducción adicional de la tasa de referencia. Por ello, mi voto es a favor de reducir en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día, a un nivel de 5 %.

En mi opinión, si bien parece haber espacio adicional para reducir la tasa de referencia, es de esperarse que los correspondientes riesgos se estén acrecentando, por lo que cualquier movimiento en esta dirección debe partir de esta premisa.

Por una parte, el balance de riesgos para la inflación general es incierto, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen por encima de la meta, la inflación subyacente no cede y la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de largo plazo para esta última variable ha aumentado.

Asimismo, diversos indicadores muestran que, con las decisiones tomadas en los últimos meses, el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad del tipo de cambio con otras economías emergentes se ha estrechado de manera importante. Si bien como resultado de la pandemia el papel del diferencial de tasas parecía haber perdido relevancia, la evidencia sugiere que recientemente esta situación se está revirtiendo. Esto es particularmente importante para una economía tan abierta a los flujos de capital como la mexicana, en la que su moneda se usa con frecuencia para cubrir riesgos en otras economías emergentes por su elevada liquidez. También debe considerarse que ejercicios realizados en el Banco Central muestran que en virtud de los niveles de inflación y la elevada volatilidad del tipo de cambio, este puede tener importantes implicaciones para el cumplimiento de la meta de inflación, a pesar del bajo coeficiente de traspaso.

De hecho, las anteriores reflexiones sobre la situación inflacionaria y las peculiaridades de la posición monetaria relativa en México, ponen en evidencia las limitantes de hacer comparaciones directas entre los niveles de las tasas de interés en nuestro país y otras economías emergentes. Además, procede señalar que, a diferencia de lo que se observa en México, en la mayoría de las principales economías emergentes tanto la inflación general como la subyacente se ubican hoy en día por debajo de la meta establecida por sus respectivos bancos centrales.

Para concluir, quisiera señalar que la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al fortalecimiento de las finanzas públicas es concentrarse en el cumplimiento de su mandato, ya que con esto se propician disminuciones sostenidas de las tasas de interés a lo largo de la curva y, en última instancia, el crecimiento económico. En contraste, si se creara la percepción de que el apoyo a las finanzas públicas forma parte de la función de reacción de la política monetaria, los mercados rápidamente lo considerarían

como una situación de dominancia fiscal, lo que repercutiría en la credibilidad del Banco Central y en el nivel de las tasas de interés de mediano y largo plazos, con sustanciales efectos negativos tanto para las cuentas fiscales como para la economía del país.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Las afectaciones asociadas al COVID-19 se han intensificado y su evolución se mantiene altamente incierta. Las medidas de confinamiento han implicado una súbita y profunda contracción en la economía global. Los pronósticos de crecimiento de diversos organismos multilaterales y analistas se han vuelto a revisar a la baja. La afectación más profunda se prevé en la primera mitad del año, con una recuperación hacia el segundo semestre y el próximo año. Esta última etapa de recuperación está sujeta a la evolución de la pandemia y es altamente incierta.

Los paros en la producción de múltiples bienes y servicios han propiciado una contracción sin precedente en múltiples sectores. Destacan las afectaciones en la producción manufacturera y en aquellos procesos integrados en las cadenas globales de valor. Además, la provisión de una amplia gama de servicios, que se proveen de manera presencial y son intensivos en mano de obra, se ha visto marcadamente afectada.

Los daños a la actividad económica han sido inmediatos y profundos, tanto por el lado de oferta como por el lado de la demanda. Sobre esta última tanto la demanda externa como interna han resentido los efectos del confinamiento, amplificado por la reducción de los ingresos de hogares y empresas. Todo ello ocasionando marcadas afectaciones en el empleo.

La debilidad de la demanda global también ha propiciado contracciones en los precios de las materias primas, con afectaciones importantes en los ingresos públicos y en los términos de intercambio de diversas economías emergentes.

En su etapa inicial, los efectos adversos de la pandemia propiciaron una afectación significativa en los mercados financieros internacionales y una contracción de las condiciones financieras globales. No obstante, en respuesta a las importantes medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero y a la reciente apertura gradual de actividades económicas en las principales economías avanzadas, los mercados financieros globales han tenido un mejor comportamiento. En particular, se revirtió parcialmente el aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros globales y mejoró el desempeño de los mercados de las economías emergentes. Inclusive, en Estados Unidos se han revertido gran parte de las pérdidas bursátiles asociadas al COVID-19.

A pesar del repunte reciente que han mostrado los mercados financieros, persisten importantes riesgos y fragilidades. En particular, la dinámica de contagio asociada a la pandemia puede deteriorarse y afectar nuevamente a la actividad económica y a los mercados financieros. Inclusive, impactaría a la solvencia de empresas y hogares, afectando a los intermediarios financieros menos sólidos.

Los mercados financieros de las economías emergentes han resentido tanto la importante contracción económica prevista para este año, como las caídas de los precios de materias primas y otros ingresos del exterior como son remesas, turismo, etc. En el periodo de mayor incertidumbre, ello propició importantes salidas de capital, menores tenencias de valores gubernamentales por parte de no residentes, presiones de tipo de cambio, de tasas de interés, mayores primas de riesgo y caídas en los mercados accionarios. Inclusive, las calificadoras crediticias revisaron a la baja a múltiples emisores soberanos y empresas, exacerbando de manera pro-cíclica el choque financiero y el proceso de aversión al riesgo.

Si bien en las últimas semanas se ha moderado la intensidad del choque financiero y se ha contenido la recomposición de portafolios, persiste fragilidad y poca profundidad en los mercados financieros de economías emergentes, así como debilidad en la demanda por instrumentos de renta fija en moneda nacional.

A fin de mitigar las afectaciones económicas y el choque financiero asociado a la pandemia, diversas economías han presentado una serie de estímulos fiscales, monetarios y financieros, especialmente en las economías avanzadas, algunas de las cuales, por contar con monedas de reserva y un amplio desarrollo institucional, han podido impulsar una significativa y amplia gama de medidas, de apoyo directo al empleo y programas de garantías para el financiamiento de empresas y hogares. Entre las economías emergentes se advierte mayor heterogeneidad en cuanto al monto y el tipo de medidas adoptadas.

El Banco de México ha puesto en marcha diversas acciones para mejorar los mercados de renta fija, proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y reforzar los canales de crédito en la economía.

Las perspectivas para la actividad económica mundial y en México se han deteriorado significativamente. Se han vuelto a revisar a la baja los escenarios de actividad económica esperados y para México predominan las contracciones de dos dígitos para 2020.

En nuestro país, la pandemia ha tenido una elevada tasa de contagio y fallecimientos, lo cual podría ser un obstáculo para la recuperación gradual de la economía. La actividad económica resintió los efectos de la pandemia desde finales del primer trimestre y en mayor medida en el segundo. Por el lado de la oferta, la producción industrial en abril tuvo una contracción anual superior a 29 %, reflejando la disrupción en las cadenas globales de valor y los paros programados de la producción manufacturera y la construcción, que se contrajeron 35 y 38 % anual. También se contrajeron los servicios, especialmente los de esparcimiento y de alojamiento y preparación de alimentos, que lo hicieron en 8.6 y 26.3 % respectivamente en marzo, y se prevén mayores afectaciones en abril.

En cuanto a la demanda externa, el comercio exterior resintió los efectos de la referida pandemia, con reducciones en las exportaciones de 40.9 % a tasa anual en abril, de las cuales destacan las automotrices con una contracción de 79 %. Por su parte, las importaciones se redujeron 30.5 %.

En cuanto al consumo, el confinamiento y la incertidumbre generada por la pandemia han afectado al consumo privado. En abril, las ventas de la Antad tuvieron una contracción anual mayor al 70 %, si bien moderó su caída en mayo. El gasto en tarjetas de crédito también se ha reducido notablemente, alcanzando una contracción de 34 % anual al mes de mayo. En cuanto a la confianza del consumidor alcanzó 31.1 % en mayo, su menor nivel desde enero de 2017.

La inversión también se ha mantenido muy afectada por la pandemia. Los indicadores de opinión empresarial reflejan pesimismo en una amplia gama de sectores, especialmente las manufacturas, la construcción y los servicios.

El empleo formal, medido a través de los asegurados en el IMSS, se contrajo 1,030,366 puestos entre febrero y mayo. Además, a abril, la población formal e informal que se ha desocupado en los últimos meses supera los 12.46 millones de personas.

Toda la información disponible apunta a una ampliación muy significativa en las condiciones de holgura por los efectos del COVID-19, con una brecha negativa del producto en niveles no registrados desde la crisis financiera de 2008-2009.

Entre los principales riesgos para la actividad económica asociados a la pandemia del COVID-19, destacan que se prolonguen los paros y las afectaciones en la producción de bienes y servicios; menores ingresos en múltiples empresas y hogares, y mayores afectaciones en el empleo, así como una fase de contagio persistente agravaría la afectación a la actividad económica, ocasionando problemas financieros y de solvencia.

La duración y profundidad de la contracción económica dependen de la suspensión de actividades decretada por la autoridad local o federal, o bien por las restricciones autoimpuestas por los agentes productivos. Esto dependerá de los avances en la contención de la epidemia, de la identificación de un tratamiento eficaz y de los avances para desarrollar una vacuna. Al considerar la dinámica reciente de la pandemia y sus riesgos, y la falta de avances en materia de salud, se mantiene un sesgo claramente negativo para la actividad económica.

La profunda contracción económica y los bajos precios del petróleo implican una importante reducción de los ingresos públicos y un riesgo de mayores ajustes a la baja en las calificaciones crediticias soberana y de Pemex.

Ante la contracción de la actividad económica mundial y en nuestro país, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida y sostenible en el tiempo, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto. Además, es necesario mitigar los choques adversos que enfrenta la economía, a fin de contener las afectaciones en el empleo y preservar la capacidad productiva. 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.

En cuanto a la inflación general anual, esta registró 2.15 % en abril y 3.17 % en la primera quincena de junio. Esto refleja el aumento del componente no subyacente, que tuvo una variación anual de -1.96 y 1.63 % en igual periodo. Entre sus componentes destaca la variación anual de los energéticos, que pasó de -15.2 % en abril a -6.55 % en la primera quincena de junio. La inflación subyacente pasó de 3.5 a 3.66 % en igual periodo, con variaciones anuales elevadas en las mercancías alimenticias de 6.48 %, y menores en el resto de las mercancías de 2.37 %.

El comportamiento reciente de la inflación refleja los efectos de la pandemia en la economía, en cuanto al aumento en la holgura, a nivel global se ha traducido en menores precios de diversas materias primas, especialmente los energéticos. Por su parte, la debilidad de la demanda local se ha reflejado en menores variaciones de precios de diversos bienes y servicios. A su vez, el distanciamiento social está interrumpiendo la prestación de diversos servicios, cuyas variaciones de precios están disminuyendo, como los servicios turísticos y alimenticios. Adicionalmente, por posibles problemas en el suministro de bienes y por la respuesta de los hogares a la emergencia sanitaria, han concentrado su gasto en alimentos, propiciando aumentos en algunos de sus precios.

El resultado final entre los factores que pudieran presionar a la inflación a la baja o al alza, dependerá de la intensidad de cada uno de sus efectos, en un entorno de debilidad económica profunda, tanto global como nacional.

En este sentido, si el choque financiero se mantiene contenido, en un horizonte de mayor plazo podrían predominar los efectos de la significativa ampliación de la brecha negativa del producto sobre los precios de diversos bienes y servicios.

El escenario central para la inflación prevé que esta se ubique alrededor de la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. En caso de mantenerse el buen comportamiento de los mercados financieros globales y nacionales y sus efectos sobre el tipo de cambio, ello contribuiría a una trayectoria de inflación ligeramente menor que la prevista en el Informe Trimestral.

Sin embargo, la economía mundial y nacional siguen presentando perspectivas inciertas y sujetas a episodios de alta volatilidad. En este sentido, el balance de riesgos para la inflación respecto a la actualización de sus perspectivas, se mantiene incierto.

Al respecto, son claras las presiones des-inflacionarias que provienen de la economía global, por lo que en la medida en que se pueda propiciar un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales y en el tipo de cambio, se podrá mantener un proceso inflacionario interno en sintonía con tendencias globales.

Ante el complejo entorno descrito, la decisión de política monetaria debe considerar tanto las perspectivas de inflación bajo la profunda contracción económica global y nacional esperada, como los efectos del choque financiero que enfrentamos. La pandemia del COVID-19 y el proceso de aversión al riesgo que detonó en marzo, abril y la mayor parte de mayo, propició que las economías emergentes registraran importantes salidas de capital, especialmente en instrumentos de renta fija. En México, esto se presentó especialmente en la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes, que se redujo de finales de febrero a junio en más de 300 mil millones de pesos, alrededor de 13 mil millones de dólares. Actualmente, el total de valores gubernamentales en poder de no residentes representa alrededor de 90 mil millones de dólares. Por ello, conviene destacar que los mercados financieros nacionales están ampliamente integrados a los internacionales, el peso es de las pocas monedas de economías emergentes plenamente convertible, y el 80 % de su volumen se intercambia entre no residentes. Esto implica costos operativos bajos para tener posiciones cortas o largas en la moneda nacional.

En este contexto, las consideraciones sobre como asimilar el choque financiero que enfrentamos cobran mayor relevancia, ya que para una economía emergente relativamente pequeña y abierta, la determinación de la postura de política monetaria debe considerar, tanto la posición cíclica de la economía y su influencia sobre la inflación, como las condiciones financieras que se requieren para la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero.

Por tanto, los retos que enfrenta la economía mexicana en materia de política monetaria ante la compleja coyuntura actual tienen dos dimensiones, la profunda contracción económica asociada a la pandemia y sus efectos sobre la inflación, así como las repercusiones del choque financiero de aversión al riesgo global y el ajuste de tipo de cambio y de portafolios de inversión que enfrentamos.

En particular, durante la fase más intensa del choque financiero el significativo ajuste de los mercados financieros nacionales fue reflejo de la marcada aversión al riesgo global. Esta se ha contenido ante las medidas de apoyo fiscal, monetario y financiero en las principales economías avanzadas y ante la gradual reapertura de diversas regiones y sectores productivos en dichas economías. En esa etapa inicial de ajuste, las condiciones idiosincráticas de las economías emergentes tuvieron poca importancia y el ajuste de portafolios se presentó de manera generalizada y especialmente en los mercados más líquidos y profundos. En la medida que los factores de riesgo globales y de efecto generalizado a todos los mercados disminuyan su importancia relativa, volverán a ganar relevancia los elementos idiosincráticos, entre los cuales se encuentran la fortaleza macroeconómica y financiera, las perspectivas de crecimiento y mantenerse como un destino atractivo para la inversión, evitando ajustes abruptos de portafolios. Por ello, es necesario propiciar un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en el sistema financiero en su conjunto.

Por otra parte, considerando que el choque financiero y el de actividad económica operan en diferentes horizontes o frecuencias, resalta el beneficio de mitigar y amortiguar de la mejor manera posible el choque financiero y sus efectos en el tipo de cambio y en las primas de riesgo, a fin de poder contar con el mayor margen de maniobra disponible para hacer frente a los efectos del choque sobre la actividad económica.

Por lo antes señalado, y considerando la marcada incertidumbre que persiste, tanto en el entorno global como nacional, es necesario identificar todos los retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria, incorporando toda la información disponible y considerando un amplio rango de escenarios.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 5 %. También considero necesario seguir promoviendo un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortaleciendo los canales de otorgamiento de crédito y proveyendo liquidez, promoviendo el sano desarrollo del sistema financiero y su estabilidad.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 25 de junio de 2023

www.banxico.org.mx