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 14 de mayo 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 14 DE MAYO

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 13 de mayo 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

Desde nuestra última reunión, el contagio de la enfermedad COVID-19 ha continuado expandiéndose por el mundo. Como resultado de ello, y de las medidas para prevenir su propagación, varios indicadores recientes han confirmado el continuo deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial. Los índices de gerentes de compras cayeron a niveles no vistos desde la Gran Recesión o incluso por debajo. La confianza de los consumidores de las principales economías avanzadas registró disminuciones sin precedente en los últimos 10 años. En su variación trimestral anualizada, el PIB del primer trimestre de 2020 en Estados Unidos cayó cerca de 5 %, mientras que en Europa se contrajo alrededor de 15 %. La producción industrial de diversos países también registró fuertes contracciones en marzo, con excepción de China, en donde hubo una cierta recuperación después de haber registrado una caída de -15 % en febrero.

En general, el panorama para la actividad mundial es sumamente negativo. Quizás el dato más preocupante es el de la tasa de desempleo en Estados Unidos que en abril superó al 14 %, cifra mayor incluso a la observada durante la crisis financiera de 2008-2009. Además, es probable que la reactivación económica mundial se retrase un poco por temor a un rebrote y por la falta de sincronización en los procesos de reapertura de las economías. Por todo lo anterior, los riesgos de un deterioro adicional en la actividad económica mundial siguen latentes, por lo que el balance de riesgos continúa sesgado a la baja.

Por otro lado, la baja en los precios de los energéticos ha reducido la inflación en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. De igual forma, la caída de la actividad económica también ha generado presión a la baja en los precios de algunos bienes y servicios. La inflación de las principales economías avanzadas y de muchas emergentes se encuentra por debajo del objetivo de los bancos centrales, mientras que las expectativas de inflación han disminuido. En este contexto, los bancos centrales alrededor del mundo han relajado al máximo posible sus posturas monetarias. Entre las economías avanzadas, prácticamente la totalidad sitúan su tasa de interés nominal alrededor de 0 % o incluso por debajo, lo que da lugar a tasas de interés reales negativas en la mayoría de estas economías.

El deterioro de los mercados financieros globales con respecto a principios de año es significativo. Las bolsas de valores de países avanzados registran caídas mayores al 20 %. Las que menores caídas presentan son la de Shanghai con -5 % y la de Estados Unidos con -10 %. Asimismo, las monedas de la gran mayoría de estos países se han depreciado con respecto al dólar. Finalmente, los diferenciales de bonos corporativos frente al rendimiento de bonos soberanos continúan elevados. A pesar de ello, los mercados financieros mostraron un comportamiento más estable desde nuestra última decisión apoyados por la perspectiva favorable de un posible levantamiento del confinamiento en algunos países. Hacia adelante, considero que el desempeño de estos mercados continuará presentando riesgos asociados no sólo con la evolución de la pandemia y la actividad mundial, sino con el posible recrudecimiento de tensiones comerciales. Por ello, el balance de riesgos financieros también está sesgado a la baja.

En lo que va del año se ha registrado una importante salida de capitales de las economías emergentes, lo que refleja el incremento sustancial de la aversión al riesgo global. La salida supera a lo observado en episodios como el de la Gran Recesión o el *Taper Tantrum*. Esto se ha traducido en una depreciación generalizada de las monedas de países emergentes. No obstante, la compensación por inflación y riesgo inflacionario en la mayoría de los países emergentes ha venido disminuyendo desde marzo, especialmente en los casos de Polonia, México y Chile. Lo anterior sugiere que las presiones sobre la inflación relacionadas con el tipo de cambio están contenidas. En concordancia con lo anterior, la mayor parte de los institutos centrales de economías emergentes, con excepción de México, ubican a su tasa de interés nominal muy cerca o incluso por debajo de la inflación observada, lo que implica tasas reales cercanas a cero o incluso negativas.

En efecto, el promedio de las expectativas del nivel de la tasa de referencia para el cierre de 2020 entre estas economías continuó disminuyendo y se ubica actualmente en 3 %. De un total de 17 economías emergentes analizadas, 9 sitúan a su tasa objetivo en o por debajo de 3 %; mientras que 5 economías tienen tasas de entre 3 y 5 %, y sólo Rusia, México y Turquía tienen tasas superiores a 5 %. Sin embargo, la inflación esperada para el cierre de año en Rusia y Turquía es de 5 y 11 %, respectivamente, lo que parcialmente justificaría las altas tasas de interés nominal en estos dos países. En cambio, la inflación esperada en México para el cierre de año ya está por debajo de 3 %, por lo que la tasa de interés real en nuestro país es actualmente la más alta dentro del conjunto de los 17 países emergentes analizados.

Los datos más recientes confirman que la actividad económica agregada en México se contrajo en el primer trimestre de 2020. Dicha contracción se produjo tanto en el sector industrial como en el de servicios, mientras que las actividades primarias crecieron. En su serie ajustada por estacionalidad, la actividad en su conjunto regresó al nivel registrado a principios de 2017, mientras que la producción manufacturera cayó a niveles no vistos desde 2016.

Los componentes de la demanda agregada en México también se han visto afectados como resultado de las medidas de confinamiento. Las exportaciones cayeron moderadamente en marzo, mientras que varios indicadores permiten pronosticar fuertes caídas del consumo privado y la inversión en marzo y abril. Por ejemplo, la variación anual de las ventas internas al menudeo de vehículos ligeros fue de alrededor de -60 % en abril, mientras que las importaciones, tanto de bienes finales como de maquinaria y equipo, se contrajeron en marzo.

En cuanto a los mercados laborales, entre el 13 de marzo, fecha del anuncio de la jornada de distanciamiento social, y el 30 de abril, se perdieron más de 750 mil empleos formales registrados ante el IMSS. Esto implica que en menos de dos meses ya se han perdido más empleos formales que en un lapso de 12 meses, de junio a junio, durante la parte más aguda de la crisis financiera de 2008-2009. A esta caída del empleo formal, hay que agregar una suma importante de pérdidas de empleo en la economía informal, las cuales desafortunadamente serán más difíciles de cuantificar por las restricciones existentes en la elaboración de encuestas a hogares por parte del Inegi.

En lo que respecta a la inflación, en abril se observó en México una deflación significativa que situó a la inflación general anual en solo 2.15 %, es decir, por debajo de la meta del Banco Central. El componente subyacente registró 3.5 %, su menor nivel en los últimos 12 meses. Sin embargo, al interior de esta, la mayoría de sus componentes experimentaron importantes disminuciones rompiendo la persistencia que habían mostrado en el último año. Por ejemplo, los servicios registraron una inflación anual de 2.84 %, un nivel que no se había registrado desde finales de 2016. Las mercancías no alimenticias registraron una inflación de solo 2.34 %, su menor tasa desde 2015. En relación con estas últimas, cabe señalar que la depreciación del tipo de cambio no ha tenido un impacto significativo en sus precios, a pesar de que un porcentaje importante de estas son de origen importado. Por su parte, la vivienda también registró una inflación anual inferior a 3 %. De hecho, sólo dos componentes de la inflación subyacente, productos alimenticios y servicios educativos, mostraron una inflación anual por encima de 3 %. En el caso de la educación se aprecia una ligera disminución con respecto a meses previos. En el caso de los alimentos, estos se encuentran experimentando un aumento de demanda peculiar y muy probablemente transitorio. En la medida en que las políticas de confinamiento se flexibilicen, es posible que disminuya la demanda de los hogares en supermercados y tiendas de conveniencia y, con ello, quizá también lo harán los precios de algunos alimentos. En adición a lo anterior, la producción de algunos de estos bienes ha sido limitada por las medidas de confinamiento, lo que genera una cierta presión al alza sobre sus precios. En este sentido, la fotografía que emerge de los datos de inflación de abril en México es que las fuerzas que actúan a la baja sobre la inflación están predominando sobre las fuerzas que actúan con presiones al alza.

Es posible prever que la inflación continuará por debajo de la meta del Banco Central en lo que resta de 2020. De acuerdo con todas las predicciones, la demanda mundial por materias primas seguirá siendo limitada, lo que permitirá mantener precios de los energéticos relativamente bajos. Por otro lado, el aumento en los precios de productos agropecuarios observado en meses anteriores ya ha comenzado a revertirse. Adicionalmente, al interior de la inflación subyacente ya se empieza a observar una marcada tendencia descendente. Finalmente, se prevé que los precios de los productos alimenticios comenzarán a disminuir una vez que se levante el confinamiento.

Se ha argumentado que un riesgo al alza para la inflación es la depreciación observada del tipo de cambio. Sin embargo, esto no se ha materializado ni siquiera en la inflación de mercancías. Tampoco se ha materializado en otras economías emergentes, en donde la inflación ha venido disminuyendo en meses recientes. También se ha argumentado que pueden existir presiones de costos por un posible incremento en los precios de insumos intermedios. Sin embargo, el FMI reporta que la inflación anual de materias primas en abril fue -31 %, lo que representa una fuerza deflacionaria importante. Por todo ello, y en concordancia con el buen comportamiento de los precios en México, las expectativas de inflación han disminuido, tanto para la inflación general, como para la subyacente. En particular, las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 se encuentran ya ligeramente por debajo de 3 %.

En lo que respecta a los mercados financieros en México, el tipo de cambio continúa deteriorado con respecto a los niveles de principios de año. No obstante, recientemente el peso ha permanecido en un rango relativamente acotado, si bien todavía con algo de volatilidad. Las tasas de interés han tenido disminuciones importantes en todos sus plazos y en el último mes se redujeron más de 100 puntos base en algunos nodos de la curva. Parte de esto, por cierto, es un reflejo de las acciones adicionales anunciadas por el Banco de México con el objeto de restablecer el orden en los mercados. Por su parte, el *CDS* del país tuvo una ligera mejoría de 38 puntos base y la bolsa de valores subió 6 % en el último mes, si bien ambos indicadores siguen mostrando un fuerte deterioro con respecto a los niveles observados a principios del año.

Con respecto a la parte fiscal, considero que actualmente se cuenta con un espacio relativamente limitado para contratar deuda adicional y poder implementar una auténtica política contracíclica. La deuda pública como porcentaje del PIB aumentará debido al aumento en el tipo de cambio, a la contracción anticipada del PIB y al aumento en el déficit de este año, lo que limita aún más el margen de maniobra. A esto hay que agregar los ajustes en las perspectivas o calificaciones de diversas agencias, todo lo cual pone de manifiesto el muy escaso margen que se tiene en esta dimensión de la política económica. Sin embargo, reducciones

adicionales en la tasa de interés también podrían contribuir, aunque de manera acotada, a la salud de las finanzas públicas al reducir el costo financiero y liberar espacio para poder estimular a la economía.

Tomando en cuenta el comportamiento favorable de la inflación y sus riesgos a la baja, la contracción económica que ya empieza a materializarse, el aumento en el desempleo, así como la evolución y el comportamiento de los mercados financieros, mi postura es a favor de reducir la tasa de interés objetivo en 50 puntos base, a un nivel de 5.5 %.

Más de una vez se ha argumentado que una reducción en la tasa de interés no puede contribuir a la recuperación económica. Sin embargo, el costo y acceso al crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas, que son las que más empleos generan, se ven seriamente afectados durante las crisis económicas. Si el efecto de la política monetaria sobre el crédito fuera realmente tan limitado, lo que habría que hacer es entonces movimientos más drásticos en la tasa de interés, no menores. Más aún, considero que para lograr que las facilidades anunciadas por el propio Banco de México para promover el otorgamiento de crédito funcionen de manera más efectiva, es necesario movernos en un horizonte relativamente cercano hacia tasas de interés más accesibles y por debajo de su nivel neutral. De otra manera, el alcance de estas medidas será más bien limitado.

Por otro lado, también se ha argumentado que se debe mantener un diferencial alto con respecto a la tasa de la Reserva Federal para favorecer la estabilidad en los mercados financieros. Sin embargo, las reducciones en la tasa de interés de referencia que ya hemos implementado, y la consecuente disminución en el diferencial mencionado, no se han traducido en un incremento desordenado del tipo de cambio, lo que implica que hay otros factores más importantes detrás de su comportamiento. Asimismo, la reducción de la tasa objetivo ha ocurrido a la par de una disminución de las expectativas de inflación. Por lo anterior, todo parece indicar que hacia adelante existe un amplio espacio para continuar disminuyendo la tasa de interés de referencia sin crear presiones inflacionarias y sin poner el riesgo el cumplimiento de la meta de inflación establecida por el propio Banco Central.

Por todo lo anterior, considero que la política monetaria más prudente en esta coyuntura es una reducción sustancial en la tasa de interés objetivo con el fin de ubicar a la tasa de interés real por debajo de su nivel neutral lo más pronto posible. Esto debe ocurrir sin descartar la posibilidad de transitar hacia una tasa de interés real cercana a cero o incluso negativa. Considero que no hacer lo anterior, o postergarlo por demasiado tiempo, sería una decisión poco prudente ya que afectaría a la economía nacional en un momento de crisis económica, dañaría a los mercados financieros y pondría en peligro incluso a la propia estabilidad de precios.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Ante las circunstancias actuales de una recesión sin precedentes, de una inflación cerca del límite inferior de nuestro rango de variabilidad y a punto de experimentar una crisis de desempleo masivo, debo subrayar la importancia de seguir relajando nuestra postura monetaria. Mi voto es por reducir en 50 puntos base el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarla en 5.5 %. Es necesario mandar una señal clara de que continuaremos relajando nuestra postura en función de la evolución de la crisis y el posible deterioro mayor en las condiciones económico-financieras. Dentro de las atribuciones de la banca central, debemos seguir utilizando y ampliando en toda su extensión e intensidad los instrumentos que se tienen para remediar las difíciles circunstancias a las que se enfrentan la sociedad, el sistema financiero y la economía. Lo anterior para brindar liquidez, mayor crédito y facilitar la operación.

La presente crisis dual, sanitaria y económica, nos ha empujado hacia la recesión económica más grave de la época moderna para el país. La caída del PIB en el primer trimestre es preocupante, sobre todo debido a que aún no refleja la magnitud del efecto del confinamiento y su subsecuente desplome del empleo. Tan solo los indicadores oportunos basados en la información del sistema de pagos anticipan caídas mensuales de -4.5 y -9.5 % para marzo y abril, respectivamente. Los pronósticos de la actividad económica se revisan

constantemente a la baja, anticipando una caída de hasta dos dígitos. En la encuesta más reciente del IMEF, cuyos resultados se darán a conocer este jueves, la mediana de la proyección para la actividad económica registra -8 %, siendo la moda -9 %. En este desplome de la actividad económica, se estima que serán las pequeñas, medianas y micro empresas las que más sufrirán las consecuencias de la recesión. Como consecuencia, se prevé que el nivel de empleo tendrá una pérdida de más de un millón de plazas en el sector formal y la afectación será significativa para el sector informal en términos de ingreso y oportunidad laboral. El incremento del nivel de pobreza se dará en todas sus definiciones. Si bien esta tendencia es mundial, México está considerado como uno de los países que sufrirá mayor daño.

La inflación, por cuestión coyuntural, no presenta presiones en el corto plazo, pues estimo que terminará el año por debajo del objetivo de 3 %. La inflación se ha reducido de manera notable en el último mes y se ubica a dos centésimas de su mínimo histórico. Esta reducción se debe al componente no subyacente, en especial por la caída de los precios energéticos, mientras que el componente subyacente muestra resistencia a disminuir con mayor celeridad, principalmente como consecuencia del alza continua en los precios de las mercancías alimenticias. Estudios académicos destacan que el confinamiento produce cambios radicales en los patrones de consumo de los hogares. Asimismo, la disrupción en algunas cadenas de valor refleja variaciones extremas dentro del índice de precios. Tal es el caso del marcado incremento en el subíndice de mercancías alimenticias a la par del desplome en los precios de los servicios turísticos. Estos efectos, junto con mayores dificultades en el propio levantamiento de precios, ante una mayor escasez y cierre de establecimientos, complica la lectura del indicador de precios por lo que algunas presiones al alza o a la baja se deben de analizar con detenimiento y cuidado.

Las previsiones para la inflación general están ancladas y se espera que se mantengan dentro del rango objetivo con un balance de riesgos equilibrado. Es de notar que las expectativas de inflación se mantienen aún en niveles de 3.5 % en el mediano y largo plazos. Pero si bien estas previsiones para la inflación se ubican por arriba del objetivo, se sitúan dentro del rango de variabilidad. Al alza tenemos los siguientes riesgos, la interrupción de cadenas de valor; el efecto base de la inflación no subyacente por los bajos niveles que se observaron en el pasado reciente; una reversión de los precios energéticos; una mayor presión de los precios agropecuarios; la posibilidad de que las condiciones mayores de holgura no logren contener el alza en precios de las mercancías alimenticias, y un posible traspaso de la significativa depreciación cambiaria a precios. A la baja los riesgos son una mayor presión de la holgura económica, principalmente en servicios y eventualmente en las mercancías alimenticias; disminuciones en los precios agropecuarios, y problemas en la medición de la inflación por el cambio de la canasta de consumo representativa durante la pandemia. Sin embargo, la magnitud del desplome en la actividad económica y la consecuente ampliación en la brecha negativa del producto, deberá pesar más en el proceso de fijación de precios que el tipo de cambio. Ante estos hechos, podemos considerar que los riesgos al alza y a la baja sobre la inflación se encuentran balanceados. Así, nuestra preocupación permanente por la inflación debe tener un menor énfasis dada la pérdida de empleos de millones de mexicanos.

Los mercados financieros globales no se han estabilizado por lo que el relajamiento monetario continúa. Aún no se ha digerido por completo el choque financiero y se mantiene el sentimiento de aversión al riesgo en detrimento de los mercados emergentes. Pese al levantamiento gradual de las restricciones sanitarias se tiene un deterioro de las expectativas de crecimiento mundial y nos enfrentamos incluso al peligro de una doble recesión, lo que se conoce como una recuperación en forma de “W”. Por ello, desde la última decisión de política monetaria bancos centrales de economías emergentes recortan sus tasas de referencia y anuncian medidas complementarias. Se destaca que prácticamente todos los bancos centrales han enfatizado en sus comunicados el intensificar el impulso monetario para agilizar el proceso de recuperación.

Las condiciones de operación en los mercados locales mantienen un deterioro que demanda laxitud monetaria y reforzar las medidas complementarias. En efecto, la salida de flujos hacia el exterior generó condiciones de astringencia. En particular, los inversionistas extranjeros redujeron en casi 300 mil millones de pesos su tenencia de valores gubernamentales en los últimos dos meses. Los mercados de deuda y cambiario aun muestran bajo volumen, poca profundidad y falta de liquidez. Esto ha distorsionado las tasas

de interés en algunos de los nodos de la curva de rendimiento de los valores gubernamentales. Por esto, el Banco de México debe continuar la reducción de la tasa objetivo y la instrumentación de medidas complementarias para preservar la estabilidad del sistema financiero. Respecto a éstas últimas hay que reforzarlas por tres vías, con una comunicación clara sobre sus alcances y que se encuentran dentro de los límites que la ley impone; con una instrumentación rápida y efectiva, y con una evaluación de sus efectos a fin de que, en caso de ser necesario, se aumente su duración, monto e incluso la posibilidad de diseñar algunas medidas adicionales.

La respuesta congruente es una reducción significativa de la tasa de interés, ya que las posturas monetarias relativa y absoluta muestran que hay espacio para ello. La baja inflación da margen para el ajuste. Si bien permanece la incertidumbre sobre su trayectoria esperada, no se debe sobre dimensionar este factor ante la drástica caída en la actividad económica sobre la cual sí tenemos certeza. Aunado a ello, hay una posición monetaria internacional extremadamente laxa que contribuye a contrarrestar los incrementos en las primas de riesgo. La velocidad de la reducción de la tasa de referencia depende de mantener una inflación baja y dentro del objetivo; las perspectivas económicas sobre los efectos de la pandemia; la volatilidad y estabilidad de los mercados financieros; la posibilidad de que una baja demasiado rápida pudiera ocasionar más salidas de capital, sobre todo considerando los flujos de salida ya mencionados, y choques idiosincráticos, como son un posible desbalance fiscal, un mayor deterioro de la calificación crediticia, incrementos de las primas de riesgo u otros choques negativos a la confianza empresarial y a la gobernanza. Se requiere mantener ajustes decididos a fin de situar la postura monetaria en su punto laxo y evaluar continuamente la posibilidad de realizar ajustes adicionales fuera de las reuniones calendarizadas. La vigilancia constante sobre la coyuntura nos dará pauta para actuar con prontitud y eficiencia.

El Banco de México, en la medida de sus capacidades y facultades legales, deberá seguir colaborando con los sectores público y privado para la recuperación económica. La reducción de la tasa de referencia fomenta el crédito y las medidas complementarias proveen liquidez al sector financiero. Sin embargo, es necesario también que el sector financiero sea muy proactivo para que estos recursos fluyan a las empresas. En este sentido, el Banco de México deberá coordinarse estrechamente con el sector privado y público a fin de que las políticas implementadas sean más efectivas. De hecho, medidas de aplicación inmediata como mejoras regulatorias, relajamiento de la normatividad y una mejor gobernanza no tienen un impacto en el déficit fiscal, pero sí en los incentivos a recurrir al sistema financiero en busca de mayor crédito para mantener el capital de trabajo en las empresas.

El esfuerzo monetario debe ser acompañado de un mayor apoyo fiscal, no obstante el limitado espacio en las finanzas públicas. En efecto, el deterioro de la calificación crediticia y la situación operativa y financiera de Pemex limitan este espacio. Por ello, se debe administrar el gasto gubernamental con la mayor eficiencia, enfocado principalmente a preservar el empleo y su rápida recuperación. A fines del año pasado el FMI advirtió que la necesidad de más apoyo financiero a Pemex es uno de los principales riesgos y que la deuda del sector público estaría oscilando alrededor de 55 % del PIB en 2020; actualmente este estimado podría ser mayor dado el esperado aumento del déficit en términos absolutos y la reducción del PIB. Pese a esto, nuestro país aún cuenta con un buen acceso a los mercados internacionales, por lo que se debe de explotar el espacio existente. Sin embargo, los principales esfuerzos se tienen que hacer mediante una reasignación del presupuesto hacía el gasto con un impacto laboral en el corto plazo.

Es de la más alta importancia responder a la emergencia económica dentro de las atribuciones del Banco Central y al máximo de su capacidad para apoyar a la población y la economía. Debemos actuar de manera decisiva dentro del margen que nuestro mandato prioritario nos permite, al comunicar la necesidad de una postura más acomodaticia al tomar en cuenta el rezago con el cual opera la política monetaria. En este sentido, la reducción de 50 puntos base apoyará las diez medidas adicionales que anunciamos el pasado 21 de abril. Tiempos extraordinarios requieren de medidas extraordinarias. Esta crisis requiere pensar en forma innovadora y actuar en forma audaz. Por ello, es importante mandar un mensaje de unidad y compromiso para resolver esta crisis.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última reunión, las perspectivas para la economía global en 2020 continúan deteriorándose ante la propagación del COVID-19 alrededor del mundo. La información disponible del primer trimestre ha comenzado a evidenciar las primeras afectaciones económicas de posiblemente la peor recesión desde 1932.

Durante los primeros tres meses del año se registraron caídas históricas en la producción de las principales economías, en particular Estados Unidos, la zona del euro y China. Paralelamente, la disrupción de las cadenas productivas globales, junto con una marcada caída en el consumo y la inversión, derivada principalmente de menores ingresos disponibles por despidos masivos y de la agudización generalizada del sentimiento de aversión al riesgo, han deprimido la confianza de los agentes económicos.

Se prevé que durante el segundo trimestre se alcance el "pico" de contagios y que se observe la caída más pronunciada en la actividad económica, seguida de una gradual recuperación, la cual cobraría vigor durante 2021. No obstante, dicho escenario está sujeto a gran incertidumbre, toda vez que resulta imposible anticipar la duración y severidad de los efectos de las medidas de confinamiento, así como el tiempo que tomará la normalización de las actividades productivas ante el riesgo de un nuevo brote y la falta de una vacuna o un tratamiento eficaz. A lo anterior se suman otros riesgos, especialmente los asociados al proceso electoral en Estados Unidos y a las tensiones entre ese país y China.

Por su parte, la inflación a nivel mundial siguió mostrando una fuerte disminución, manteniéndose por debajo de las metas de los bancos centrales. A lo anterior ha contribuido la caída en la actividad económica y la reducción de los precios de las materias primas, en especial los del petróleo. Por ello, la mayoría de las autoridades monetarias en países avanzados y emergentes mantuvieron o acentuaron su postura acomodaticia. Por su parte, las autoridades fiscales continúan inyectando estímulos sin precedente de alrededor del 3.7 % del PIB para atenuar los efectos de la crisis sanitaria, más del doble del monto aportado durante la crisis de 2009.

En particular, durante 2020 la Reserva Federal ha reducido su tasa de referencia en 150 puntos base, para dejarla entre 0 y 0.25 %, rango que posiblemente mantendrá el resto del año. Aunado a ello, ese Instituto Central anunció nuevas medidas y facilidades para proveer liquidez al sistema financiero.

Lo anterior, junto con anuncios de una reapertura gradual de actividades en diversas economías, han permitido revertir en las últimas jornadas la extrema volatilidad experimentada en los mercados financieros internacionales. Así, con mejores condiciones de operación, los principales índices accionarios se recuperaron, las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron movimientos acotados con un sesgo a la baja y las divisas presentaron movimientos mixtos frente al dólar.

No obstante, sigue prevaleciendo la cautela de inversionistas hacia los activos de países emergentes. Durante abril, se observaron salidas de capitales de estos mercados por alrededor de 7.8 mil millones de dólares en renta fija y más de 13 mil millones de dólares en renta variable. Además, persiste el riesgo de una desaceleración global más pronunciada, por lo que no pueden descartarse episodios de extrema volatilidad en mercados financieros emergentes y una recomposición de los portafolios hacia activos de refugio.

En México, la estimación oportuna del PIB del primer trimestre registró una contracción de 1.55 %, la peor caída desde la crisis financiera de 2008-2009. Lo anterior refleja el impacto de las medidas de confinamiento sobre una economía estructuralmente debilitada, así como la desaceleración en la demanda externa y la disrupción en cadenas de valor globales. En marzo, las exportaciones e importaciones presentaron un desempeño negativo, al igual que el consumo privado y la inversión.

Adicionalmente, indicadores de mayor frecuencia, como el tránsito terrestre y aéreo, las ventas de gasolina y la ocupación hotelera confirman que son el turismo y los servicios recreativos los sectores en donde las restricciones de movilidad tienen mayor impacto.

Por su parte, el mercado laboral ha empezado a resentir las consecuencias de la crisis sanitaria. De acuerdo con información del IMSS, en marzo se observó una disminución de 130 mil puestos de trabajo y en abril de 555 mil adicionales. La tasa de desempleo alcanzó 4.15 % y, recientemente, se observó un crecimiento pronunciado de retiros de las cuentas individuales de las afores por desempleo. De acuerdo con un estudio de PricewaterhouseCoopers, tres de cada seis empresas se verán obligadas a despedir personal.

En consecuencia, se prevé que las afectaciones se profundicen en el segundo trimestre y se extiendan por un período incierto. Así, los pronósticos de crecimiento para este año continúan revisándose a la baja. En las últimas semanas, el consenso de analistas ajustó su perspectiva de una contracción de 6.7 % a una de 7.5 %.

Resulta además preocupante que, como lo expresó S&P Global Ratings, la ausencia de un paquete de apoyo explícito para proteger el empleo y la planta productiva implicará que la recuperación de la actividad económica en nuestro país sea aún más lenta. Ello, agravado por un ambiente de incertidumbre jurídica para la inversión privada.

En tanto, los mercados financieros locales presentaron un comportamiento más estable, si bien mantienen condiciones de operación deterioradas.

En el mercado cambiario, el peso se depreció 0.1 %, si bien el rango de operación durante el periodo fue amplio; los diferenciales de compraventa y la volatilidad intradía se mantienen elevados, y la liquidez y profundidad son desfavorables. En términos comparativos, el peso mexicano continúa entre las divisas emergentes con mayor depreciación anual, de 27.13 %. Este deterioro es similar al observado en la crisis financiera de 2008 e incluso más pronunciado que durante el *Taper Tantrum* en 2013 y la elección de Trump en 2016. Asimismo, en derivados cambiarios se mantiene una posición corta en pesos en instrumentos de corto plazo.

En el mercado de renta fija gubernamental, las tasas de interés disminuyeron en todos los plazos. Sin embargo, continúan destacando factores de preocupación como el empinamiento de la curva, el deterioro en la liquidez y profundidad, especialmente en plazos largos, y la liquidación de posiciones. De marzo a la fecha, se observaron salidas de capitales máximas históricas por 260 mil millones de pesos en Bonos M, que responden no solo al entorno global, sino también a factores idiosincráticos.

Por su parte, el mercado accionario destacó entre los de economías emergentes al presentar un aumento de 6.7 %. En este sentido, durante abril se observaron flujos de entrada marginales por parte de inversionistas extranjeros.

El riesgo soberano se ha ajustado ligeramente a la baja, pero las preocupaciones por factores como la caída en los precios del petróleo, la fragilidad de las finanzas públicas, la sostenibilidad de Pemex y el debilitamiento institucional se mantienen elevadas.

Para este año se prevé un faltante aproximadamente de 389 mil millones de pesos en ingresos públicos; aun al incorporar el uso de los recursos del FEIP, los ingresos por las coberturas petroleras y un menor gasto programable, el déficit del balance primario llegaría a 0.8 % del PIB.

Lo anterior, sin considerar necesidades adicionales de capitalización para Pemex, que en el primer trimestre del año presentó una pérdida histórica de 562 mil millones de pesos. Si bien la depreciación cambiaria representó el mayor impacto, los problemas estructurales de la empresa han cobrado relevancia ante el

entorno de bajos precios del petróleo, la confirmación de la pérdida de grado de inversión y la baja capacidad de maniobra en las finanzas públicas.

De igual forma, en las reducciones en la calificación soberana, dos agencias mantuvieron la perspectiva negativa para el país y han advertido sobre ajustes adicionales en el futuro cercano. Por ello, los participantes del mercado han pasado de cuestionarse la posible pérdida de grado de inversión del soberano a un debate sobre cuándo ocurrirá dicho evento.

Las revisiones a la calificación crediticia se han traducido en un mayor apretamiento en las condiciones financieras para el gobierno y las empresas mexicanas. La emisión de bonos gubernamentales en dólares del 22 de abril se colocó con sobreprimas de entre 378 y 747 puntos base respecto a los bonos en moneda local y con costos superiores a las emisiones realizadas en enero. Se estima que ello podría implicar un costo adicional de alrededor de 14 mil millones de pesos.

Asimismo, la escasez de colocaciones y operaciones de refinanciamiento por parte del sector corporativo son reflejo del endurecimiento en las condiciones financieras y de la aversión al riesgo por parte de acreedores e inversionistas hacia emisores mexicanos.

En cuanto a la inflación, entre marzo y abril, la general disminuyó de 3.25 a 2.15 %, debido al significativo ajuste del componente no subyacente, que pasó de 2.19 % a casi -2 %. Dicha contracción se explica por la caída de los precios de energéticos, más de 15 % en abril, en línea con sus referencias internacionales.

Por su parte, si bien el componente subyacente mostró una reducción moderada, de 10 puntos base, para ubicarse en 3.5 %, los precios de las mercancías alimenticias continuaron aumentando, al pasar de 5.05 a 5.78 %.

Adicionalmente, las expectativas para la inflación general para el cierre del año se han ajustado a la baja: la mediana del consenso pasó de 3.64 a 2.9 %; no obstante, para 2021 y años subsecuentes se mantiene alrededor de 3.5 %. Asimismo, la prima por riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado ha disminuido.

Ante el entorno descrito, se prevé que las condiciones de holgura continúen ampliándose y presionen la inflación a la baja. Sin embargo, existe un alto grado de incertidumbre respecto al balance de riesgos para la inflación, debido a posibles cambios en los patrones de consumo y sus efectos sobre la formación de precios; la magnitud y duración de la caída en la demanda agregada; la disrupción de cadenas globales de valor y la posible escasez de algunos bienes; la persistencia de las condiciones adversas en los mercados financieros que conlleven ajustes desordenados, y los posibles efectos de segundo orden derivado de la percepción de que la depreciación del tipo de cambio sea permanente.

En el entorno externo persisten riesgos importantes para el crecimiento mundial y para los mercados financieros internacionales, principalmente asociados a un segundo brote del coronavirus y riesgos geopolíticos.

En el ámbito interno, las proyecciones sobre el crecimiento continúan revisándose a la baja y persiste gran incertidumbre sobre la profundidad y persistencia de la recesión. Ello no solo dependerá de la duración del confinamiento, de los cierres técnicos y de la ruptura de cadenas de valor, sino de posibles daños permanentes sobre la planta productiva y el empleo.

Asimismo, la inflación general sigue con una tendencia a la baja, en línea con los pronósticos del Banco, principalmente por ajustes en los precios de los energéticos. No obstante, la dinámica podría revertirse y la depreciación del tipo de cambio podría generar presiones al alza. Si bien la mayor holgura en la economía podría compensar dichas presiones, persiste incertidumbre sobre el balance de riesgos para la inflación.

Así, nuestra decisión de política monetaria enfrenta nuevamente un entorno sumamente complejo. Las tensiones en los mercados financieros nacionales parecen haberse moderado, conforme a la evolución de las condiciones financieras internacionales y las diversas medidas de apoyo a la liquidez y al crédito implementadas por este Instituto Central. No obstante, persisten diversos indicadores de alerta, por lo que debemos continuar actuando con suma prudencia.

Si bien se han alzado voces impulsando acciones más agresivas de relajamiento monetario, considero que resulta indispensable seguir una estrategia gradual ante el entorno de elevada incertidumbre global y la preponderancia que recientemente han ganado factores idiosincráticos, los cuales representan riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica.

La histórica salida de flujos de capital, así como el aumento del riesgo país y la depreciación del peso evidencian un menor apetito por los activos nacionales. Países emergentes como Brasil, que han relajado de manera agresiva su postura monetaria, se han visto obligados a realizar cuantiosas intervenciones en sus mercados cambiarios para contener la depreciación.

El pilar fiscal muestra un debilitamiento que impone enormes retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por un lado, las crecientes presiones inerciales de gasto que enfrenta el Gobierno Federal se han visto incrementadas por cuantiosos requerimientos de capitalización de Pemex que, de no replantear su modelo de negocio, continuará extrayendo recursos del erario. Por otro, la reducida capacidad de generación de ingresos públicos ante la expectativa de contracción económica para este año y posiblemente los siguientes. En 2020 se esperan faltantes de ingresos que no podrán ser cubiertos aun haciendo uso de los recursos del FEIP y de las coberturas petroleras, y se estima que el Saldo Histórico de Requerimientos Financieros del Sector Público ascienda a un máximo histórico de casi 60 % del PIB. En el mediano plazo la posibilidad para incrementar la recaudación dependerá de que se reactive la inversión pública y privada por encima de los bajos niveles observados durante los últimos años, principalmente por una crisis de confianza.

Hoy más que nunca resulta imperativo atender la necesidad de generar políticas públicas que den certidumbre a la inversión privada y que estén basadas en criterios de eficiencia y de rentabilidad social.

Por ello, es lamentable que continúen decisiones que minan la confianza de los inversionistas. Tal es el caso del reciente acuerdo emitido por el Centro Nacional de Control de Energía que impide por tiempo indefinido la participación en el mercado a nuevas centrales eólicas y fotovoltaicas, y prioriza el despacho de centrales convencionales de la Comisión Federal de Electricidad que tienen costos de producción más elevados. Dichas medidas han sido cuestionadas porque afectan el proceso de competencia y libre concurrencia en perjuicio de los consumidores y de la planta productiva.

Esta medida se suma a otras acciones tomadas por el gobierno, como la cancelación del NAIM en 2018, los litigios de la CFE con relación a los gasoductos en 2019, la cancelación de los Certificados de Energías Limpias y la reciente suspensión de la planta *Constellation Brands* en Mexicali, todas ellas modificando unilateralmente las condiciones de contratos una vez realizadas las inversiones, generando incertidumbre y cuantiosas pérdidas económicas y sociales.

Por ello, en esta coyuntura es indispensable contar con acciones inmediatas de estímulo fiscal que acompañen a la política monetaria, así como generar las condiciones de confianza y certeza jurídica para la inversión que permitan una recuperación sostenida de la actividad económica.

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 5.5 %. Asimismo, considero que el comunicado debe señalar que, con esta medida, aunada a los programas de apoyo a la liquidez y al crédito anunciados previamente, el Banco de México busca asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros y salvaguardar las condiciones monetarias propicias para el cumplimiento de su mandato. Adicionalmente, es importante

que se resalte que la Junta se mantendrá atenta a la nueva información para tomar las acciones conducentes de manera oportuna y prudente.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

El panorama económico mundial continúa definiéndose, en lo fundamental, tanto por la evolución de la pandemia de COVID-19, como por la respuesta de política económica en los distintos países y regiones. Las expectativas de crecimiento de la actividad económica mundial para 2020 han seguido disminuyendo desde la última decisión de política monetaria del Banco de México, esperándose para este trimestre la contracción secuencial del PIB global más pronunciada de este episodio. Si bien se anticipa una recuperación importante durante el segundo semestre del año, misma que se extendería en 2021, este escenario se encuentra sujeto a una serie de riesgos que, en balance, presentan un sesgo a la baja.

En el aspecto sanitario destaca, no obstante indicios recientes de una relativa contención de la propagación de esta enfermedad en un número importante de países, la posibilidad de un resurgimiento de brotes de contagios conforme los criterios de confinamiento se vayan relajando.

En cuanto a las medidas de política económica implementadas, en el ámbito monetario cabe señalar que, si bien numerosos bancos centrales han respondido con disminuciones de sus tasas de referencia, y en algunos casos también se han implementado acciones no convencionales orientadas en buena medida a proveer liquidez y financiamiento en sus respectivos sistemas financieros, el riesgo de que se generen o incrementen algunas vulnerabilidades que amenacen la estabilidad de los mismos no puede descartarse, al tiempo que, como se ha visto, el surgimiento de dificultades de carácter legal en algunas regiones puede dar lugar a retos. Por el lado fiscal, si bien en general la respuesta ha sido más contundente que durante la crisis financiera global, existe el riesgo de que las medidas sean insuficientes para evitar una recesión más profunda y/o extendida de lo esperado.

En este contexto, el comportamiento de los mercados financieros internacionales ha registrado una mejora en relación a lo observado hace unas semanas, observándose también avances en el mercado petrolero. El surgimiento de sorpresas negativas en diversos frentes ha dado lugar a periodos de volatilidad, pero en general el desempeño de los mercados financieros se ha visto alentado por la expectativa de una reanudación, si bien gradual y aún limitada en cuanto a su alcance, de la actividad económica en algunos países. De esta manera, aunque todavía en niveles elevados, el sentimiento de aversión global al riesgo ha disminuido, favoreciendo el desempeño de algunos activos en las economías emergentes.

No obstante lo anterior, la posibilidad de episodios de turbulencia financiera, que pudieran impactar de manera particular a este grupo de economías, continúa latente. Esto podría materializarse como consecuencia de una diversidad de eventos, entre los que cabe destacar, además de los estrictamente relacionados con la actividad económica y la contingencia sanitaria, el resurgimiento de tensiones entre China y Estados Unidos, así como otros de carácter político y geopolítico, incluyendo las elecciones presidenciales en este último país, así como el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

A la par de lo anterior, y principalmente como resultado de la caída de los niveles de actividad y de los precios de los energéticos, la inflación mundial, particularmente en las economías avanzadas, ha mostrado disminuciones importantes. Si bien se siguen registrando en general cifras positivas, el potencial de bajas adicionales e incluso de episodios deflacionarios, constituyen factores de riesgo adicional para la recuperación económica mundial.

La información más reciente ya refleja los efectos de la pandemia en la actividad económica en México. El PIB registró una contracción de 1.6 % en enero-marzo frente al trimestre inmediato anterior, su caída más pronunciada desde principios de 2009. Cabe señalar que, además de los problemas derivados del COVID-19, lo anterior es resultado del debilitamiento de la economía que ya se venía manifestando antes de la crisis sanitaria.

Se anticipa que la lasitud de la actividad económica se acentúe de manera marcada en el segundo trimestre, al hacerse más evidente el impacto de la pandemia. De hecho, los indicadores disponibles muestran un deterioro considerable. Por ejemplo, los índices de gerentes de compras, tanto para el sector manufacturero como para el no manufacturero, cayeron en abril a su nivel más bajo desde que se tienen registros. Asimismo, la producción y las ventas internas y externas de automóviles se desplomaron en ese mes. Otros indicadores oportunos apuntan en la misma dirección, entre ellos los de exportaciones e importaciones de manufacturas, del consumo y de los sectores de la construcción y el transporte, entre otros. En este contexto, los índices de confianza del sector empresarial para la construcción, el comercio y los servicios privados no financieros han descendido a niveles sin precedente.

La contracción de la economía ha tenido un impacto considerable en el mercado laboral. En abril se destruyeron 533 mil empleos formales, la mayor contracción mensual en los registros, con lo que en el año que finaliza en ese mes se observó una pérdida de 456 mil empleos. Además, la disminución de los empleos formales ha sido desproporcionadamente elevada entre aquellos trabajadores que reciben hasta dos salarios mínimos, lo que ha incrementado el costo social. A lo anterior cabe agregar el pronunciado aumento de la tasa de subocupación.

Ante el reciente anuncio de las autoridades de empezar el reinicio de actividades en el curso de las próximas semanas, es de esperarse cierta reactivación económica a partir del tercer trimestre. Sin embargo, tanto la fortaleza como la durabilidad de dicha recuperación son inciertas. Por una parte, la reapertura de sectores será gradual, y la posibilidad de nuevos cierres de actividades no se puede descartar ante el riesgo de nuevos brotes del virus. Además, la cautela de los consumidores seguramente persistirá mientras no se cuente con una vacuna o cuando menos con un tratamiento efectivo para la enfermedad.

También se debe considerar que la ausencia de un enfoque integral de apoyo a la actividad económica, particularmente en virtud de la modesta respuesta fiscal, puede resultar en una recuperación más lenta de lo normal debido tanto a la posibilidad de estímulos insuficientes como a daños mayores al aparato productivo. A lo anterior cabe agregar la falta de incentivos adecuados para la inversión privada, situación que se ha acrecentado en las últimas semanas, esta vez ante cambios de última hora en las reglas del juego para la participación del sector privado en la generación de electricidad con tecnologías amigables para el medio ambiente.

De esta forma, existe todavía mucha incertidumbre respecto de la probable magnitud de la contracción de la actividad económica durante 2020 y su evolución en el año siguiente. Sin embargo, las proyecciones siguen ajustándose a la baja. En las más recientes encuestas entre analistas del sector privado, la mediana de las proyecciones apunta a una caída del PIB de más de 7 % en 2020, seguida de una recuperación modesta en 2021. En mi opinión, el balance de riesgos para este escenario sigue sesgado a la baja.

En lo que respecta a la inflación, se observa una situación de contrastes. La inflación general registró en abril una cifra de 2.15 %, la más baja desde finales de 2015. Sin embargo, nuevamente esto obedece básicamente a la evolución de su componente no subyacente, y en específico a precios de la gasolina que se contrajeron a tasas anuales de más de 20 %. Por su parte, el componente subyacente muestra resistencia a disminuir, afectado en buena medida por las mercancías alimenticias, que parecen estar resintiendo el impacto de factores tanto de demanda como de oferta.

Si bien en términos agregados se observan inflaciones anuales bajas, inferiores a 3 % tanto para mercancías no alimenticias como para servicios, las presiones sobre la inflación subyacente son generalizadas. Al respecto, cabe señalar que en la actualidad el indicador de media truncada para esta variable registra lecturas casi idénticas a la variable sin truncar. Asimismo, en el caso de los servicios, al excluir los componentes de vivienda, educación, turismo y telecomunicaciones, el crecimiento de los precios del indicador correspondiente arroja cifras por encima de 4 %.

Es de esperase que la inflación se incremente en los próximos meses. Por una parte, no sería realista esperar que la inflación no subyacente siga mostrando cifras negativas de casi -2 % a tasa anual como las observadas en abril. Sin duda, la recuperación de los precios de los energéticos ejercerá presiones al alza sobre este componente. Además, la inflación subyacente se vería afectada por un tipo de cambio más depreciado de lo anticipado, y por los choques de oferta que han impactado la economía.

Lo anterior podría llevar a la inflación general nuevamente a cifras por encima de la meta en el segundo semestre del año. No obstante, en virtud de la importante contracción de la demanda en 2020, de una recuperación que se anticipa moderada en 2021 y de la consecuente expectativa de una amplia brecha negativa del producto en ambos años, me parece razonable esperar que la inflación general converja a la meta en 2021, aunque en un entorno de presiones en ambos sentidos para esta variable y, consecuentemente, de alta incertidumbre.

Probablemente por estos últimos motivos, las expectativas de inflación basadas en encuestas tanto para 2021 como para el mediano y largo plazos se mantienen en 3.5 %, esto es, por encima de la meta. Por su parte, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado muestra contrastes muy marcados entre los diferentes plazos. Esto pone de relieve las limitantes de este indicador para evaluar las expectativas de inflación en circunstancias como las actuales en los mercados financieros, caracterizadas por niveles muy bajos de liquidez y, en general, de deterioro de las condiciones de operación.

Los mercados financieros en México han mostrado cierta mejora desde la última reunión de política monetaria, pero han seguido afectados por la situación de incertidumbre. El tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable, aunque en niveles elevados. Las salidas de inversiones de extranjeros en los mercados financieros internos continuaron, aunque a un ritmo menor. Por su parte, las tasas de interés sobre valores gubernamentales han mostrado reducciones significativas en todos sus plazos, influidas en buena medida por las acciones de relajamiento monetario. No obstante lo anterior, al igual que en el mercado cambiario, las condiciones de operación en el mercado de valores gubernamentales siguen mostrando una situación de deterioro, lo que es aun más marcado en el caso del mercado de títulos corporativos. El conjunto de acciones anunciadas por el Banco de México para incrementar la liquidez y contribuir a una situación más ordenada en los mercados financieros debería continuar atenuando los referidos problemas.

En un entorno en el que el escenario central sigue apuntando a la convergencia de la inflación a la meta durante el periodo de influencia de la política monetaria, considero que existe el espacio para una reducción de la tasa de referencia. En virtud de lo anterior, mi voto es a favor de disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 5.5 %.

En mi opinión, la evolución de los determinantes de la inflación debería permitir un relajamiento adicional de la postura monetaria en el futuro cercano. Sin embargo, me parece difícil e inclusive imprudente dar una guía más precisa del posible rumbo de la política monetaria en los próximos meses.

Por una parte, el grado de incertidumbre con respecto a la evolución de los principales agregados macroeconómicos, los mercados financieros y el entorno externo, y por tanto de la inflación, es inusualmente elevado.

Se debe considerar, además, que bajo las condiciones actuales, de un choque de naturaleza global y un incremento sustancial de la aversión al riesgo, las señales que se derivan de algunos puntos de referencia usualmente importantes para la conducción de la política monetaria son menos obvias. Al respecto, cabe destacar la menor claridad sobre el impacto del diferencial de tasas de interés con otras economías.

De manera similar, en adición a las dificultades que normalmente enfrenta la estimación de la tasa de interés neutral, es probable que su uso para propósitos de evaluación de la postura de política monetaria se esté viendo limitado en la coyuntura actual. En particular, existe un grado de incertidumbre mayor al usual en torno a la magnitud, así como al sentido mismo, de las desviaciones de corto plazo que dicha variable

pudiera estar presentando respecto de su nivel de largo plazo. Lo anterior en virtud de la poca claridad en cuanto a la importancia relativa de efectos encontrados sobre la tasa neutral derivados de los diversos factores que están afectando a la economía, entre ellos una elevada incertidumbre y el apretamiento de las condiciones financieras externas, lo que probablemente se combina con un menor crecimiento potencial.

Bajo estas circunstancias, la política monetaria debe proceder con prudencia, aprovechando los márgenes para reducir la tasa de interés en la medida en que la trayectoria de la inflación lo permita.

La experiencia reciente de algunas economías emergentes subraya también la necesidad de adoptar un enfoque cauteloso. En específico, reducciones considerables de la tasa de interés han contribuido en algunas de ellas a depreciaciones pronunciadas del tipo de cambio, a pesar de fuertes intervenciones en el mercado cambiario, y en incrementos de las tasas de interés de largo plazo en un contexto en el que estas se están reduciendo en la mayoría de las economías del grupo.

De esta forma, la adopción de un enfoque más agresivo de política monetaria en México con el objetivo de estimular la recuperación, implicaría incurrir en riesgos elevados a cambio de un impacto modesto en la actividad económica por motivos bien conocidos y fundamentados.

Para superar los retos derivados de la crisis e impulsar el crecimiento económico en el largo plazo se requiere de un enfoque de política balanceado. Lo anterior es particularmente importante ante el evidente deterioro de los fundamentos económicos del país.

Por una parte, se necesita un mayor apoyo de la política fiscal para hacer frente a la crisis sanitaria. Ante la situación de Pemex y otros retos, el espacio fiscal en México es reducido. Por tanto, un esfuerzo ambicioso en esta dirección tendría que venir acompañado de la definición de las medidas que se adoptarían más adelante para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Inclusive dentro del actual espacio fiscal existen algunos márgenes de maniobra, por ejemplo mediante la reorientación del gasto público de proyectos de gran envergadura que eran cuestionables aun antes de la pandemia, a prioridades surgidas como resultado de esta.

Por otra parte, la crisis sanitaria en combinación con factores idiosincrásicos pueden reducir el crecimiento potencial del país a niveles no vistos en muchos años, lo que implicaría elevados costos económicos y sociales. De ahí la necesidad de fortalecer los lazos de comunicación y colaboración con el sector privado con miras a crear un entorno propicio para la inversión, y de poner en marcha otras medidas enfocadas en el incremento de la productividad.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La pandemia del COVID-19 es un reto sin precedente y con múltiples dimensiones. La rápida propagación de la enfermedad, el riesgo de fatalidad, la falta de tratamientos estandarizados y la saturación de la capacidad hospitalaria han propiciado medidas drásticas de confinamiento y distanciamiento social. Esto ha implicado una afectación económica súbita y muy profunda a nivel mundial. Todas las organizaciones multilaterales y diversas instituciones privadas han actualizado sus pronósticos sobre la actividad económica y anticipan una contracción no vista desde la Gran Depresión. La revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento del FMI para la economía mundial implicó un cambio en la proyección de 6.3 y de 7.9 % para Estados Unidos.

Por el lado de la oferta, los paros en la producción de múltiples bienes y servicios han comenzado a reflejarse en caídas sin precedente en la actividad de múltiples y diversos sectores. Estos retos son mayores en aquellas economías más abiertas e integradas en las cadenas globales de valor, ya que las diferentes fases de la pandemia dificultan la sincronización de la producción. Además, aquellas regiones altamente dependientes del turismo han comenzado a mostrar un cierre súbito de actividades y estarán sujetas a un estrés profundo y aún sin un horizonte claro de salida.

Por el lado de la demanda, la demanda externa se ha visto afectada significativamente por los paros en la producción, y la interna resiente la reducción de los ingresos de hogares y empresas, lo que aunado a las acciones de confinamiento ha deprimido el gasto.

La disrupción de la producción de bienes y servicios, y las afectaciones por el lado de la demanda están produciendo una significativa contracción en el empleo, que reforzará la contracción en la actividad económica.

En este entorno, también se ha reducido considerablemente la demanda de diversas materias primas, especialmente el petróleo, que registró precios históricamente bajos.

La profundidad de los efectos adversos de la pandemia sobre la economía mundial y la incertidumbre que ello implica para los mercados financieros ha detonado un proceso intenso y generalizado de aversión al riesgo y un deterioro considerable en las condiciones financieras globales.

En este entorno, se ha presentado un reacomodo de portafolios. En las economías avanzadas se han presentado salidas importantes de los mercados accionarios y de deuda corporativa de mayor riesgo, buscando refugio en los instrumentos de renta fija de menor riesgo.

En las economías emergentes esta reasignación de portafolios de inversión se ha visto agravado por las caídas en los precios de las materias primas y otras fuentes de ingresos del exterior. Todo ello propició importantes salidas de capital, presiones de tipos de cambio, de tasas de interés, en diversas primas de riesgo y en los mercados accionarios. En este contexto, las calificadoras crediticias han revisado a la baja a múltiples soberanos y empresas, lo que ha contribuido a retroalimentar y agravar de manera pro-cíclica el choque financiero y el proceso de aversión al riesgo.

Al igual que en el resto de las economías emergentes, en México la moneda nacional se depreció y el mercado cambiario mostró una alta volatilidad, mientras que las tasas de interés de valores gubernamentales y las primas de riesgo aumentaron considerablemente.

Con el fin de tratar de mitigar las afectaciones económicas de la pandemia y el deterioro en las condiciones financieras, los bancos centrales, las autoridades financieras y la política fiscal de economías avanzadas y emergentes han implementado diversas medidas, con diferente grado de profundidad.

En términos generales, destacan las reducciones en las tasas de interés y diversas medidas para proveer liquidez y fortalecer los canales de otorgamiento de crédito. Ello con el objetivo de que el financiamiento contribuya a que los hogares y empresas puedan hacer frente a los menores ingresos transitorios derivados de la pandemia y evitar la contracción crediticia que suele darse en periodos de profunda incertidumbre y contracción económica. Al respecto, diversas autoridades fiscales han aprobado cuantiosos programas de apoyo directo a hogares y empresas, así como programas de garantías para detonar financiamiento a las empresas y hogares que más lo necesitan.

Todas las medidas de apoyo en el ámbito monetario, fiscal y de regulación financiera en las principales economías avanzadas contuvieron la aversión al riesgo y propiciaron un menor ajuste de portafolios. Esto contribuyó a mejorar en el margen las condiciones financieras que enfrentan dichas economías. Dando lugar a cierta mejoría en diversos mercados.

Así, después de registrar importantes salidas de capital, principalmente en la tenencia de extranjeros de valores gubernamentales, en las últimas semanas los mercados financieros nacionales han mostrado una ligera mejoría y menores las tasas de interés. No obstante, los mercados financieros globales y nacionales se mantienen volátiles y sujetos a los efectos de la pandemia.

En consecuencia, las perspectivas para la actividad económica mundial y en México se han deteriorado significativamente. En este contexto de una inusual y súbita contracción económica mundial, en nuestro país también se anticipa una contracción muy importante para todo el año y especialmente en el segundo trimestre del año.

El Banco de México ha anunciado y 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. Ello con el fin de evitar trastornos en el sistema de pagos y propiciar que empresas y hogares cuenten con el financiamiento que requieren para hacer frente a la reducción en sus ingresos. Las medidas anunciadas por el Banco de México que proveen liquidez en moneda nacional son por hasta 800 mil millones de pesos equivalentes a alrededor de 3.3 % del PIB.

La actividad económica, que se mantenía estancada por varios trimestres, en marzo resintió los efectos de la pandemia. Por el lado de la producción, la debilidad de la economía global, la disrupción en las cadenas globales de valor, y los paros para contener la propagación de la pandemia propició una importante contracción del producto en el primer trimestre del año. La estimación oportuna para la variación trimestral desestacionalizada del PIB publicada por el Inegi para el primer trimestre del año se contrajo 1.55 %. En el segundo trimestre las afectaciones se han intensificado y se prevé una contracción mayor, para el segundo semestre del año persiste la incertidumbre sobre la profundidad y duración del deterioro en la actividad económica.

Por el lado de la demanda, a finales del primer trimestre de 2020 el comercio exterior resintió los efectos de la referida pandemia, con reducciones en las exportaciones, incluyendo las automotrices, y manteniéndose la tendencia negativa en las importaciones.

En cuanto al consumo, el confinamiento y dispersión comunitaria aunada a la incertidumbre generada por la pandemia afectará al consumo privado, particularmente el de los servicios que se prestan presencialmente. Además, la contracción del empleo y sus efectos sobre la masa salarial dará un menor soporte al consumo. En cuanto a la inversión, se prevé que se mantenga muy afectada por las graves consecuencias de la pandemia. Los indicadores de opinión empresarial sugieren un mayor pesimismo en una amplia gama de sectores, destacando las manufacturas, la construcción y los servicios.

El empleo formal en el IMSS registró en abril una caída de 555 247 empleos, reflejando la afectación por la emergencia sanitaria. Además, es de esperarse afectaciones en los indicadores de ocupación, desempleo y participación en la fuerza laboral, así como retos de medición por no poder realizar encuestas presenciales.

Las condiciones de holgura se ampliaron considerablemente por los efectos de la propagación del COVID-19 sobre la actividad económica y se prevé que la brecha negativa del producto alcance niveles no registrados desde la gran crisis financiera de 2008-2009.

Entre los principales riesgos para la actividad económica asociados a la pandemia del COVID-19, destacan que se prolonguen las afectaciones en la producción por el cierre de actividades y la falta de suministros de otros países afectados; menores ingresos en múltiples empresas y hogares, y mayores afectaciones en el empleo, y una fase de contagio pronunciada o un segundo brote agravaría la afectación a la actividad económica, lo que podría ocasionar problemas financieros y de solvencia.

Considerando que la duración y profundidad de la contracción económica dependen del proceso de suspensión de actividades, y que este depende de los avances en la contención, en la identificación de un tratamiento eficaz y de los avances para desarrollar una vacuna, se prevé un sesgo claramente negativo para para la actividad económica.

Este entorno adverso y de precios del petróleo históricamente bajos implica menores ingresos públicos. Ello propició ajustes a la baja en la calificación crediticia soberana y de Pemex, y dos calificadoras la ubican por debajo del grado de inversión.

Ante el deterioro en el entorno externo y la recesión que enfrentamos, es necesario tener una postura macroeconómica sólida, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto. Además, se requiere una estrategia para mitigar los choques adversos que está enfrentando la economía y a la vez mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Por lo que toca a la inflación general anual, esta se redujo y registró 2.15 % en abril. Esto debido a la reducción del componente no subyacente, que tuvo una variación anual de -1.96 % en igual periodo, entre sus componentes destaca la variación anual de las gasolinas de -23.63 %. La inflación subyacente tuvo una ligera reducción de 3.6 % en marzo a 3.5 % en abril y se mantienen presionados las mercancías alimenticias.

Los retos en materia de inflación también están asociados a los efectos de la pandemia en la economía. En particular, algunos factores la presionarán a la baja y otros al alza, y el resultado dependerá de la intensidad con la cual se presenten dichos efectos y de la interacción entre ellos.

Entre los factores que van a presionar a la inflación a la baja, en el corto plazo destacan los asociados a la caída en los precios de los energéticos y en particular las gasolinas, que ha reducido considerablemente a la inflación no subyacente. A su vez, el distanciamiento social está interrumpiendo la prestación de ciertos servicios, cuyas variaciones de precios están disminuyendo, como los servicios turísticos. Por otro lado, con un efecto más persistente en un horizonte mayor, destacan los efectos que tendría la significativa ampliación de la brecha negativa del producto sobre los precios de diversos bienes y servicios.

En cuanto a las presiones al alza para la inflación, en el corto plazo se han presentado presiones en los precios de las mercancías alimenticias, que han alcanzado un variación anual de 5.78 %, ello en respuesta al tipo de emergencia sanitaria que enfrentamos y posibles problemas de suministro. Asimismo, dependiendo de la magnitud y la persistencia del ajuste del tipo de cambio, ello podría presionar a la inflación.

El escenario central para la inflación prevé que esta converja a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. No obstante la incertidumbre sobre el balance de riesgos para la inflación se mantiene elevada. Especialmente si consideramos que la significativa contracción de la demanda que está afectando a la economía global y nacional presionará a la inflación a la baja, mientras que las afectaciones por el lado de la oferta y la depreciación del tipo de cambio podrían hacerlo al alza.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, la decisión de política monetaria no solo debe evaluar las disyuntivas asociadas a las perspectivas de inflación en un entorno caracterizado por una importante contracción económica, sino también considerar las asociadas al choque financiero que enfrentamos. En particular, en los últimos 2 meses se han presentado las mayores salidas de capital de que se tenga registro en las economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija, incluyendo México.

Al respecto, nuestro país destaca entre las economías emergentes por tener mercados financieros ampliamente integrados a los internacionales y tener una moneda plenamente convertible y donde el 80 % del volumen se intercambia entre no residentes.

En este contexto, las consideraciones sobre cómo asimilar el choque financiero que enfrentamos cobran mayor relevancia. Al respecto, la inversión extranjera en valores gubernamentales se redujo de finales de febrero a finales de abril en más de 250 mil millones de pesos, y el acervo de dicha inversión aún representa cerca de 90 mil millones de dólares.

Al respecto, en los últimos meses se han presentado casos de otras economías emergentes que han adoptado estímulos monetarios mayores, pero algunas de ellas han enfrentado una mayor depreciación cambiaria, mayores salidas de capital y han realizado importantes intervenciones en el mercado cambiario.

En el entorno actual, y 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 enfrentan y su papel para la estabilidad macroeconómica, incluyendo mantener una inflación baja y estable.

En este sentido, los retos de la coyuntura actual involucran tanto los importantes efectos de la pandemia en la actividad económica, como los asociados al choque financiero que enfrentamos, tanto por su componente global como idiosincrático.

Así, en el contexto actual, al evaluar y determinar la postura de política monetaria es necesario considerar que, si bien en la fase más pronunciada del choque financiero y de aversión al riesgo, los diferenciales de tasas de interés no fueron importantes en los ajustes de portafolio que se presentaron, en las siguientes fases podrían ser más relevantes. En este sentido hay elementos de estabilidad en los mercados financieros nacionales y para el sistema financiero en su conjunto que deben ser tomados en consideración, a fin de no inducir o agravar un ajuste de portafolios. Asimismo, ante los efectos del actual confinamiento y la suspensión de actividades, las reducciones en las tasas de interés pueden tener un efecto menor o rezagado sobre la demanda agregada en el muy corto plazo. Ello debido a que los canales tradicionales de gasto de hogares y empresas no están operando con normalidad. En este entorno, cobran relevancia las medidas que puedan mantener el flujo de crédito en la economía para hacer frente a la reducción de ingresos. Finalmente, es conveniente que la curva de rendimientos presente un ajuste ordenado, evitando afectaciones en las tasas de interés de largo plazo, y manteniendo primas de riesgo inflacionario bajas.

Por ello, es necesario identificar los diferentes retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria, evaluar los escenarios que se vayan materializando y con base en estos elementos definir los ajustes más convenientes para la postura de política monetaria.

Considerando todo lo anterior, así como el espacio con el que cuenta la política monetaria, 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 5.5 %. También se debe seguir promoviendo un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortaleciendo los canales de otorgamiento de crédito y proveyendo liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de mayo de 2023

www.banxico.org.mx