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 28 de marzo de 2019

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 28 DE MARZO DE 2019

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

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 27 de marzo de 2019.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La economía internacional ha mostrado claros signos de desaceleración económica durante el último trimestre de 2018 y los primeros meses de 2019. De hecho, el FMI ya ha ajustado a la baja sus estimaciones globales de crecimiento económico para 2019 y varios países y regiones han seguido mostrando señales evidentes de debilitamiento económico.

En particular, la desaceleración económica en China y en varios países de la zona del euro ha sido mayor a la esperada. Tal es el caso de Italia, que ya se encuentra en recesión, y de Alemania, cuya producción manufacturera ya ha empezado a mostrar signos no solo de desaceleración sino incluso de contracción.

Por otro lado, los indicadores adelantados relativos al volumen de comercio exterior o a los pedidos de exportaciones ya han empezado a mostrar una ligera contracción o, en el mejor de los casos, un cierto estancamiento, lo que también anticipa una desaceleración importante en diversas regiones del mundo.

Por otra parte, sigue prevaleciendo la incertidumbre en diversos ámbitos de la economía internacional. Uno de ellos, es la posibilidad de que no se alcance un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, así como una posible salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit). En el primer caso, sin embargo, vale la pena mencionar que el efecto de un aumento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos podría ayudarle a México, como resultado del redireccionamiento natural de algunos flujos del comercio bilateral China-Estados Unidos, los cuales podrían terminar beneficiando al mercado mexicano.

En los primeros meses de 2019, los mercados financieros de países desarrollados tuvieron un desempeño relativamente favorable. Ello a pesar de que la incertidumbre internacional derivada tanto de factores sistémicos, a saber, desaceleración, tensiones comerciales, etc., como de factores idiosincrásicos como el Brexit, se ha traducido en una advertencia de un declive adicional en la actividad económica. En buena medida esta reacción favorable de los mercados financieros se explica por los mensajes menos restrictivos y de laxitud de parte de varios bancos centrales de países desarrollados, entre los que cabe destacar al Banco Central Europeo y a la Reserva Federal de los Estados Unidos.

En lo concerniente a la economía de Estados Unidos, los indicadores de actividad económica han venido mostrando una cierta moderación, aunque la probabilidad de una recesión en los próximos doce meses ha seguido aumentando y ya se encuentra en niveles cercanos al 50 %. De igual forma, el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de los bonos del Tesoro continúa moviéndose en forma similar a lo ocurrido en situaciones previas a fases recesivas previas, lo cual parece confirmar la existencia de riesgos reales de una recesión en esa economía en el transcurso de los próximos doce meses. Sobre este tema, cabe mencionar que las curvas de rendimiento de los bonos de Estados Unidos y de Canadá ya han comenzado a invertirse, lo cual parece contribuir a la posibilidad de que ocurra una recesión en un horizonte cercano en estas economías. Vale la pena recordar que este comportamiento se ha presentado en todas las recesiones anteriores recientes en Estados Unidos, ya que anticipa problemas para financiar proyectos de mediano y largo plazo y, por ende, nos informa de un posible canal crediticio que puede contribuir de manera decisiva a la desaceleración económica.

Quizá en parte por estos resultados, recientemente la Reserva Federal de Estados Unidos ha optado por mandar mensajes fuertes y claros de que la tendencia alcista de las tasas de interés se detendrá al menos por un tiempo. En ese sentido, los anuncios recientes en relación a una actitud paciente para ajustes futuros de la tasa de interés y sus decisiones sobre el ajuste en la política de reducción del balance así parecen sugerirlo.

En su conjunto, la desaceleración económica en las economías avanzadas, la ausencia de presiones inflacionarias en esas economías y los anuncios de una mayor laxitud de parte de varios bancos centrales parece ofrecer un espacio importante para la conducción de la política monetaria en los países emergentes.

En las primeras semanas de 2019 la evolución de los mercados financieros en los países emergentes ha sido relativamente favorable. Este comportamiento en parte parece deberse al anuncio de la Reserva Federal de un comportamiento más paciente y también a los importantes diferenciales de tasas de interés en varias de estas economías. Esto se ha reflejado en importantes flujos de capital y en la apreciación de algunas monedas de estos países.

En las últimas semanas, el desempeño de los mercados financieros en México ha mejorado con respecto a lo observado en los meses anteriores. El peso mexicano ya ha revertido completamente las pérdidas observadas a finales de 2018 y ha mostrado una relativa estabilidad en las últimas semanas. De hecho, debe señalarse que los niveles actuales de volatilidad del tipo de cambio en México no se observaban al menos desde 2014.

Por otro lado, las tasas de interés de los valores gubernamentales han tenido un comportamiento positivo, derivado tanto de mejores condiciones de operación como de una disminución en las primas por incertidumbre. Aquí cabe señalar que las tasas de interés de los bonos gubernamentales han mostrado reducciones muy significativas en lo que va del año, las cuales fluctúan entre 55 y 81 puntos base para los periodos de 30 y 5 años, respectivamente.

De igual forma, es destacable que la curva de rendimientos en México, al igual que en algunos países desarrollados, también ya se encuentra invertida al menos para el plazo que va de los 6 meses hasta los 10 años, lo cual también permite anticipar la posibilidad de una recesión en un horizonte relativamente cercano.

Por otro lado, los signos de la desaceleración económica en México son ya muy evidentes. Los ajustes a la baja en las estimaciones de crecimiento económico del país así lo sugieren. Tan sólo de octubre de 2018 a febrero de 2019, las expectativas de crecimiento de los analistas del sector privado para 2019 disminuyeron de 2.2 a 1.63 %. Todos los organismos multilaterales y el propio Banco de México han modificado sus estimaciones de crecimiento en forma similar.

Por supuesto, queda aún por saber si la desaceleración que se ha observado es algo transitorio, derivado simplemente del tradicional ajuste que ocurre con un cambio de administración, o si es más bien un fenómeno asociado con una nueva fase del ciclo de negocios.

En mi opinión, el hecho de que durante ya varios meses consecutivos todos y cada uno de los componentes del Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores Cíclicos del Inegi estén mostrando de manera sistemática una reducción significativa, apunta a que se trata más bien del inicio de una fase descendente en el ciclo económico. En algunos de estos componentes, como es el caso del Indicador Global de la Actividad Económica, la Tasa de Desempleo Urbana o los Asegurados Trabajadores Permanentes en el IMSS, la contribución negativa ha sido ya de por lo menos 10 meses consecutivos.

Para poner esto en perspectiva, baste señalar que el valor alcanzado por este indicador en diciembre de 2018 es de los más bajos de los últimos 10 años y que la última vez que tuvimos un indicador así de bajo, con una tendencia a la baja, fue en noviembre de 2008, justo al inicio de la última recesión de la que se tiene registro en el país.

A pesar de lo anterior, considero que aún existen al menos tres posibles factores que podrían contribuir a que el crecimiento económico no fuera tan bajo como podría anticiparse a partir de estas cifras: primero, el importante aumento en la confianza de los consumidores que se ha revelado en las encuestas más recientes y que ha puesto a este indicador en máximos históricos; segundo, el posible efecto positivo en el consumo que podría tener la entrada en vigor de los nuevos programas sociales que están enfocados en segmentos de la población que se caracterizan por su elevada propensión al consumo, las adultos mayores y jóvenes; finalmente, por el ligero aumento de 3 % en el salario real de los trabajadores que cotizan en el IMSS.

En materia de finanzas públicas se perciben algunos riesgos hacia adelante que es pertinente tener presentes. El tema sin duda más importante es el relativo a la situación financiera de Pemex, la cual se considera relativamente frágil. Un deterioro adicional de la calificación de la deuda de la empresa productiva del Estado la haría perder el grado de inversión y podría tener implicaciones para la calificación soberana, lo cual implicaría costos financieros adicionales para toda la deuda pública e incluso para la deuda del sector privado. Aquí, sin embargo, cabe mencionar que el anuncio de un apoyo importante de parte del Gobierno Federal podría ayudar de manera significativa en las perspectivas de corto plazo, aunque aún habría que hacer frente a los retos estructurales de mayor plazo.

Las cifras más recientes de inflación en México revelan un comportamiento acorde con la trayectoria anticipada de convergencia paulatina hacia la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria. De hecho, la convergencia parece avanzar más rápido de lo previsto, ya que la inflación general disminuyó de 4.72 a 3.95 % entre noviembre de 2018 y la primera quincena de marzo de 2019, mientras que la inflación subyacente disminuyó de 3.63 % en noviembre de 2018 a 3.51 % en la primera quincena de marzo de 2019.

Lo anterior quiere decir que la inflación subyacente ha roto finalmente con el piso de 3.6 % que había venido observando durante ya varios meses consecutivos. Así, la inflación subyacente ya parece haber comenzado con una fase descendente que es compatible con los pronósticos de convergencia hacia la meta del Banco Central en el horizonte en el que opera la política monetaria.

En cuanto a la inflación no subyacente, esta se redujo significativamente de 8.07 a 5.39 % entre noviembre de 2018 y la primera quincena de marzo de 2019.

Por otra parte, los indicadores más recientes también apuntan a una reducción significativa de la inflación en México. Así, el promedio anualizado de las 6 últimas cifras de inflación total y subyacente sugieren que los aumentos de precios han venido creciendo a tasas cada vez menores en los últimos meses, 2.81 y 3.46 %, respectivamente.

Estas tendencias, tanto de la inflación general como de la subyacente y no subyacente, parecen ser el resultado tanto de la credibilidad de las decisiones que se han adoptado por parte del Banco de México como de la operación de los canales reales a través de los cuales influye la política monetaria.

Por otro lado, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2019 ha disminuido de manera relativamente importante, de 3.89 % en diciembre de 2018 a 3.65 % en febrero de 2019, aunque el mismo indicador para la inflación subyacente de 2019 se mantuvo sin cambio en ese mismo periodo en 3.5 %. En ese sentido, esto revela un avance mixto y hasta cierto punto limitado en esta materia. Sin embargo, es importante señalar que ya hubo un cambio importante en la tendencia de estos dos indicadores, ya que entre mayo y noviembre de 2018 ambas expectativas habían venido aumentando en forma constante y significativa.

Si bien la incertidumbre permanece, varios de los factores de riesgo sobre la inflación se han ido mitigando en las últimas semanas. Así, por ejemplo, no hay hasta ahora ninguna evidencia de que los aumentos de salarios mínimos tanto a nivel nacional como en la frontera se hayan traducido en presiones inflacionarias significativas. En el caso de la frontera norte, donde estas presiones podrían haber sido más altas por el mayor aumento del salario mínimo, la información publicada hasta ahora no revela un patrón inflacionario distinto al del resto del país.

En términos de las expectativas sobre el crecimiento económico, y de acuerdo a los pronósticos elaborados por el propio *staff* del Banco de México, es altamente probable que la brecha del producto, con y sin petróleo, ya se encuentre en una zona negativa y que en los próximos meses esta situación tienda a acentuarse todavía más.

En este sentido, resulta especialmente preocupante el comportamiento reciente de la inversión total, la cual ha mostrado un comportamiento horizontal en los últimos años, así como una caída en el margen en los meses más recientes. Es evidente que no podemos disociar este comportamiento de los elevados niveles de tasas de interés real que hoy en día prevalecen en el país, ya que esta tasa se encuentra en sus niveles más elevados en los últimos 10 años. Peor aún, los estudios del *staff* del Banco de México revelan que los sectores más afectados por la reciente subida de tasas de interés han sido precisamente el sector de pequeñas y medianas empresas, que es el mayor generador de empleo en el país.

Con respecto a la inflación, cabe señalar que la información disponible hasta el día de hoy sugiere una trayectoria significativamente mejor que la planteada en los pronósticos establecidos en el Tercer Informe Trimestral de 2018, por lo que se esperaría que, de continuar con dicha trayectoria, se podría alcanzar la meta establecida por el propio Banco en el horizonte en el que opera la política monetaria. De hecho, las cifras observadas de inflación han sido incluso mejores que los pronósticos revisados en el Cuarto Informe Trimestral de 2018, por lo que se considera factible alcanzar el objetivo de inflación hacia el primer semestre de 2020.

En resumen, considero que el balance de riesgos del crecimiento está claramente sesgado a la baja mientras que el balance de riesgos de la inflación se encuentra relativamente estable. Por lo anterior, considero que, a menos que ocurriera algo extraordinario, el ciclo alcista de las tasas de interés debería darse por terminado.

Por todo lo anterior, y convencido de la importancia de que el Banco de México emita una señal clara de prudencia y de compromiso con el cumplimiento de su mandato principal, mi postura en este momento es a favor de mantener constante la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 8.25 %.

Considero que el mantenimiento de esta tasa es compatible con el apuntalamiento de una tendencia descendente de la inflación observada y que, en función del avance que se pueda observar en las próximas semanas, esto podría permitir abrir el espacio necesario para poder iniciar un ajuste a la baja en las tasas de interés en un futuro cercano.

No obstante lo anterior, también considero importante señalar que el Banco de México debe estar vigilante sobre las condiciones imperantes en la economía mexicana, para que el mantenimiento de una postura monetaria muy restrictiva no se prolongue demasiado tiempo en caso de que las condiciones de holgura de la economía se sigan ampliando de manera significativa. De otra manera, se corre el riesgo de contribuir a producir un sobreajuste, un "*overkill*", de la actividad económica.

Finalmente, es importante hacer una última consideración sobre la prevalencia de altas tasas de interés en México por un tiempo demasiado prolongado. Si bien estas pudieron haber contribuido de manera importante a la estabilidad financiera y a la reducción de las presiones inflacionarias por la vía de una mayor entrada de capitales y de la apreciación del peso mexicano, esto, sin embargo, eventualmente también podría contribuir a generar presiones indeseables a la baja en la actividad económica, sobre todo del sector exportador, y además podría contribuir a la atracción de flujos de capital demasiado volátiles que, a la larga, también podrían contribuir a aumentar los factores de inestabilidad y vulnerabilidad en el mercado cambiario. En ese sentido, no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés muy elevada por un periodo de tiempo demasiado largo.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

La desaceleración de la actividad económica mundial, que empezó a manifestarse desde mediados de 2018, continúa en el primer trimestre del año. Prácticamente todas las instituciones internacionales y las encuestas de consenso registran revisiones a la baja en sus expectativas de crecimiento, mientras que manifiestan que los riesgos no sólo continúan a la baja, sino que además se han intensificado.

Al observar dicha desaceleración y considerando que la gran mayoría de los países desarrollados mantienen tasas de inflación por debajo de sus objetivos, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han manifestado posturas de cautela con intenciones de llevar a cabo ajustes más graduales y de menor magnitud en sus políticas monetarias, o bien incluso, han apuntado hacia sesgos más acomodaticios.

En especial, en Estados Unidos destaca que el crecimiento de la actividad económica se ha desacelerado desde su ritmo sólido y han incrementado las probabilidades, sin ser demasiadas elevadas, de que pudiera entrar en un futuro previsible, es decir, en los próximos 12 meses, en una recesión, observando al mismo tiempo, limitadas presiones inflacionarias.

Ante esta coyuntura, la Reserva Federal ha adoptado ahora una postura de "paciencia" hacia ajustes futuros a su tasa de referencia, anunciando una nueva trayectoria sin alzas en 2019. El nuevo consenso espera que la Reserva mantenga sin cambio su tasa de política monetaria en 2019 y 2020, mientras que empieza a observarse posibilidades de que su siguiente movimiento sea a la baja. En adición a esta nueva postura que parece estacionar su tasa por debajo de la zona neutral, las autoridades monetarias de Estados Unidos especificaron que reducirán el ritmo de la disminución del tamaño de su balance a partir de mayo y que esta política finalizará en septiembre.

El menor dinamismo mundial y en especial el de Estados Unidos, significa que seguiremos enfrentando cierta desaceleración en el comercio exterior, caracterizada por una menor demanda en nuestras exportaciones, siendo este uno de los motores principales de crecimiento de nuestro país en los últimos 25 años.

La adaptación de una postura monetaria mundial de mayor cautela y en especial de la Reserva Federal de "paciencia", tiene importantes implicaciones para México. Primero, otorga menos presión para sincronizar la política monetaria mexicana al ciclo monetario de Estados Unidos. Segundo, brinda mayor margen de maniobra a la política monetaria de México para tomar las decisiones adecuadas en función de las presiones inflacionarias internas, del posicionamiento de la economía en torno a su ciclo económico, de las

necesidades de estabilidad financiera, de los flujos de capital necesarios para mantener una balanza de pagos sano y demás aspectos internos cruciales.

En México, se confirma la desaceleración económica que empezó en forma preocupante en el último trimestre de 2018. En el cuarto trimestre del año pasado, todos los componentes del PIB por el lado del gasto manifestaron tasas de crecimiento negativas. En especial, preocupan la inversión pública y la inversión privada, que hilaron tres trimestres consecutivos con signos negativos. Sin embargo, vale señalar que las exportaciones mostraron su segundo trimestre al hilo con comportamiento negativo, mientras que el consumo de los hogares disminuyó en dos de los últimos tres trimestres.

Aunque el crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue positivo en 0.2 %, la suma de los componentes del gasto implican un retroceso, al igual que el crecimiento trimestral implícito en el IGAE.

El comienzo de 2019 parece confirmar un débil desempeño de la actividad económica, aunque por lo menos en terreno positivo. Sin embargo, el IGAE mostró una tasa de 0.2 % en enero, su nivel se ubica por debajo de los niveles observados en julio, septiembre y noviembre del año pasado. Se mantiene cierta atonía en la producción manufacturera, mientras persiste la trayectoria decreciente de la minería encabezada por la disminución contínua en la producción petrolera.

Se confirman las afectaciones esperadas en ciertas ramas de la economía a raíz de los bloqueos a la red ferroviaria y del problema de la distribución de la gasolina en enero, mediante las disminuciones en el comercio al por mayor y en los servicios relacionados a transporte, alojamiento y esparcimiento. Sin embargo, no hubo mayor contagio hacia otras actividades, por lo que la actividad económica global de enero mostró un ligero avance.

Se ha señalado reiterativamente que los arranques sexenales siempre son complicados, no obstante, por razones coyunturales y no necesariamente estructurales. Esto significa que no debemos descartar señales de recuperación a partir del segundo trimestre. Para esto, será clave el desempeño del gasto público en los siguientes meses, para posteriormente enganchar a la inversión privada, que mantiene una trayectoria de estancamiento durante los últimos tres años.

Como consecuencia de esta evidente desaceleración, el Banco de México al igual que la gran mayoría de los analistas, han vuelto a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento para 2019 y se sostiene que el balance de riesgos mantiene un claro sesgo a la baja. Como corolario, se estima que las condiciones de holgura de la economía no solo confirman la existencia de una brecha de producto negativa, sino que se ha presentado un relajamiento con relación a los meses previos.

En adición a los riesgos negativos que más se han mencionado, como un mayor deterioro en el ambiente de incertidumbre que afecte la inversión; nuevas dificultades en el proceso de la ratificación del nuevo acuerdo comercial, y la posibilidad de una disminución o disminuciones en la calificación de riesgo-país, existe el peligro de que se atrase aún más la implementación de los programas económico/sociales del Gobierno; que disminuya la recaudación tributaria en relación a lo programado, lo que pudiera limitar el desempeño del gasto público; que persista el estancamiento recién observado de las exportaciones automotrices a Estados Unidos; que el tipo de cambio real se aprecie para así desincentivar las exportaciones no petroleras, y que siga disminuyendo la producción petrolera del país. A mediano plazo, habrá que subrayar el riesgo creciente de una eventual recesión en Estados Unidos.

No obstante, existen ciertos riesgos al alza para el crecimiento económico del país que cabe señalar. En adición a los señalados por muchos, como un mayor dinamismo a lo esperado en la economía de Estados Unidos; la materialización de la aprobación final e implementación del nuevo tratado de libre comercio, y el mejor desempeño en uno o varios de los componentes del PIB por el lado del gasto, habría que agregar la posibilidad de un efecto rebote mayor a lo esperado derivado a una base de comparación baja y un retorno mayor a lo esperado en los nuevos proyectos de inversión del Gobierno.

A pesar de la incertidumbre anticipada, asociada al cambio de sexenio y a la entrada de un gobierno con políticas novedosas, la evolución de los mercados financieros en general ha mostrado un desempeño positivo. En especial, es notorio el comportamiento del tipo de cambio en los primeros cuatro meses del sexenio, que refleja cierta serenidad ante tantos acontecimientos. Al respecto, resulta importante subrayar el papel que ha desempeñado la posición monetaria relativa de México frente a la de otras economías en este aspecto.

No obstante, aunque el balance de riesgos para la estabilidad económica/financiera de la economía no se ha deteriorado, permanecen riesgos claves a la baja, siendo la más importante la situación financiera de Pemex, su viabilidad económica futura y las ramificaciones de una posible pérdida de su calificación actual de riesgo. Es esencial que Pemex presente un plan de negocios creíble y funcional, que no perjudique el frágil balance fiscal y que no ponga en peligro la calificación de riesgo soberano.

Hay muchos factores claves de la economía que han mejorado recientemente, a tal grado que se ha observado una disminución en el índice de estrés de los mercados financieros mexicanos, que comprenda los de deuda, accionario, cambiario, derivados, instituciones de crédito y riesgo-país. No obstante, existen muchos factores frágiles que pudieran revertirse, por lo que todavía se mantiene un escenario de primas de riesgo elevadas. En especial, existen riesgos notorios al alza para el tipo de cambio. Ante esta situación, conviene conservar mucha paciencia y mantener una postura cautelosa y de prudencia.

Ante el continuo deterioro en las expectativas de crecimiento, sigue llamando la atención el incremento inusitado en la confianza del consumidor, motivado especialmente por la percepción futura de la situación económica, tanto del hogar como del país, que se ubica en máximos históricos.

La actual postura monetaria restrictiva ha ayudado a mitigar la volatilidad observada en los mercados internaciones y a amortiguar los propios vaivenes internos. Existe el riesgo de que si se relaja prematuramente esta postura, podríamos observar incrementos significativos en la volatilidad de los mercados y en la estabilidad financiera en su conjunto.

En este sentido, vale la pena subrayar los alcances y límites de la política monetaria. La política monetaria es un solo instrumento que enfrenta un solo objetivo, la estabilidad de precios, que es uno de los medios para alcanzar un objetivo final de mayor crecimiento y desarrollo económico sano del país. En el momento en que se utiliza la política monetaria para la consecución de dos objetivos, como podría ser su contribución al saneamiento de las finanzas públicas o directamente al crecimiento económico, pierde su efectividad y enfrentamos el riesgo de no conseguir ni uno de los objetivos. La política monetaria puede influir en el comportamiento cíclico alrededor de la tendencia de largo plazo de la economía, más no puede incidir en la tendencia misma. Por eso la contribución más importante y sólida que puede ser la política monetaria al sano desarrollo del país es mediante la estabilidad de precios, que si bien es condición necesaria para obtener un crecimiento sostenido en la actividad económica, está lejos de ser condición suficiente. Por último, es importante considerar su rezago natural de afectación para que pueda contribuir efectivamente al compromiso que tenemos con la estabilidad de precios.

No obstante lo anterior, habría que medir bien las posibles consecuencias negativas de mantener una postura monetaria restrictiva por demasiado tiempo.

La inflación general ha tenido un desempeño favorable en las últimas seis quincenas, periodo en el cual se ha visto una disminución de 105 puntos base, de 5 % en la primera quincena de diciembre, a 3.95 % en la primera de marzo. Esto ha permitido que la inflación de febrero se ubique en 3.94 %, dentro del rango de variabilidad establecido alrededor del objetivo puntual de 3 % por primera vez desde diciembre de 2016. Sin embargo, no queda claro que esta trayectoria a la baja sea sostenible en el corto plazo.

La disminución en la inflación general ha sido producto fundamentalmente de una disminución de 385 puntos base en el componente no subyacente en estas seis quincenas, ya que el componente subyacente solo se ha reducido 13 puntos base en el mismo periodo. En especial, la caída en la inflación no subyacente ha sido producto de una reducción en los precios agropecuarios en 493 puntos base, que se caracterizan por ser exageradamente volátiles, y los energéticos en 414 puntos base, que por su estacionalidad es muy probable que empezarán a subir en los siguientes meses. En cambio, la inflación subyacente ha permanecido por arriba de 3.5 % por 53 quincenas consecutivas y se ha caracterizado por una trayectoria básicamente lateral en los últimos once meses.

Esta persistencia empecinada e inercia preocupante es del componente que más debería responder a las acciones de la política monetaria. Sin embargo, a partir de diciembre de 2015, la tasa objetivo de fondeo interbancario ha aumentado 15 veces, acumulando 525 puntos base de incremento desde entonces. Actualmente, la tasa real *ex-ante* del objetivo de la tasa de política monetaria se ubica alrededor de 4 %, claramente por arriba de la zona neutral, cuyo techo se estima en 3.2 %, por lo que se considera como postura restrictiva desde principios de 2018.

Estudios del Banco de México muestran que la contribución de la persistencia a la inflación subyacente es asimétrica, es decir, aumenta más cuando sube la inflación y persiste por un periodo prolongado. También se ha encontrado que la inflación subyacente y el indicador de media truncada de la misma se ubican en niveles similares. Esto significa que la persistencia de la subyacente se debe a aumentos generalizados y no a la existencia de aumentos excepcionales en algunos precios. En este sentido, resulta fundamental la paciencia en la aplicación de una política monetaria restrictiva en los periodos posteriores a los incrementos significativos en la inflación.

También es importante señalar que se anticipa que la disminución en la tasa de inflación general a 3.94 % de febrero es temporal ya que, debido a la nueva estacionalidad de la inflación y las bases menos favorables de comparación, es altamente probable que habrá un incremento de hasta medio punto porcentual en el segundo trimestre del año y que en el corto plazo la inflación anual pudiera volver a ubicarse por arriba del rango superior de variabilidad alrededor del objetivo de inflación por unos cinco o seis meses. Esto significa que la percepción de un desempeño favorable en la inflación en el corto plazo se disipará rápidamente.

En principio, podría preocupar el hecho de que las expectativas de largo plazo, es decir, de cinco a ocho años, están atoradas en 3.5 %, por arriba del objetivo puntual de 3 %. Sin embargo, si consideramos que estas expectativas son “adaptivas”, podrían bajar en el mediano plazo cuando la inflación converja a su objetivo.

Sin embargo, preocupan más las expectativas de corto y mediano plazos, ya que muestran una falta de credibilidad en las acciones de la política monetaria del Banco. A pesar de la existencia de una postura monetaria restrictiva, la mediana de expectativas, el consenso para 2019, se ubica en 3.7 %, dos décimas por arriba del pronóstico del Banco para fin de año. Sin embargo, el consenso de las expectativas para finales de 2020 señala que la inflación bajará solamente 5 puntos base en 2020. Las mismas expectativas para ambos años para la inflación subyacente señalan que la tasa permanecerá igual que ahora, es decir, 3.5 % en febrero, al final de ambos años. En otras palabras, los analistas en su conjunto piensan que a pesar de la postura negativa de la política monetaria, no habrá disminución alguna en la inflación subyacente en los próximos dos años. La trayectoria anticipada de la inflación de los analistas se ubica marcadamente por arriba del escenario base de convergencia que estima el Banco.

Al tomar en cuenta que el canal de transmisión de las expectativas es uno de los más importantes para la política monetaria, es pertinente mantener la postura monetaria actual por un tiempo indefinido hasta que veamos que tanto la inflación observada como las expectativas convergen claramente al objetivo permanente de inflación.

Existen algunos riesgos al alza para la inflación que se han agudizado a partir del último anuncio de política monetaria. En especial, vale señalar las presiones adicionales que pudieran generar los mayores incrementos salariales que se van observado. Es loable y necesario la nueva política de recuperación del poder adquisitivo del salario mínimo. Sin embargo, para que sea funcional, es necesario instrumentarla en un horizonte plausible para vigilar y asegurar que sean aumentos que pueda absorber la economía mexicana sin generar presiones inflacionarias adicionales. Al incrementar significativamente el salario mínimo en la zona fronteriza del país, se ha incrementado el peligro del efecto faro, es decir, que el incremento de 100 % empiece a contaminar las peticiones de salarios contractuales superiores al mínimo, no sólo en empresas en la misma zona, sino también en el interior del país. Si los aumentos adicionales generados por el efecto faro no se pueden asimilar.

El balance de riesgos del crecimiento económico sigue a la baja, mientras que el balance para la inflación se inclina al alza. En esta coyuntura, la postura monetaria actual es la adecuada para mediar con los equilibrios financieros y seguir en la ruta hacia la convergencia de la inflación para el segundo trimestre de 2020. Por lo mismo, confirmo mi voto a favor de mantener sin cambio el objetivo actual de la tasa de interés de fondeo interbancario en 8.25 %.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde la última reunión de decisión de política monetaria, diversos indicadores disponibles sugieren que la actividad económica mundial continúa debilitándose de forma más generalizada, aunque a un ritmo moderado.

En Estados Unidos, los datos dan la lectura de una desaceleración en el primer trimestre del año. Asimismo, a pesar de algunas señales de recuperación gradual del gasto privado, se espera que este componente de la demanda crezca a una tasa menor a la exhibida durante el trimestre anterior. Por su parte, la producción industrial y las exportaciones parecen estar resintiendo los efectos de las tensiones comerciales y de la debilidad más acentuada del desempeño económico mundial, al tiempo que se amplía aún más el déficit fiscal de ese país. Junto con lo anterior, la reciente inversión de la curva de rendimiento de los bonos gubernamentales estadounidenses, con niveles del diferencial no observados desde 2007, ha generado nuevamente la preocupación de una posible recesión en el futuro cercano.

En la zona del euro, si bien se han disipado algunos factores idiosincrásicos que afectaron a la actividad económica de la región, la desaceleración de la demanda externa prevalece como un factor importante en la moderación de la actividad económica.

En lo que se refiere a las economías emergentes, persiste aún cierta divergencia entre ellas. Por un lado, se espera que países como Argentina y Turquía sigan contrayéndose en la primera mitad del año, mientras que otras, como Brasil e India, seguirán recuperándose. Destaca el caso de China, dado que su ritmo de desaceleración pudiera moderarse en respuesta a las medidas de estímulos fiscales y monetarios adicionales recientemente anunciados por la autoridad de ese país, lo que podría contribuir a elevar el crecimiento global hacia la segunda mitad de 2019.

No obstante, el balance de riesgos para el crecimiento mundial en los meses por venir sigue sesgado a la baja, ante un contexto internacional de alto nivel de incertidumbre. Este panorama responde a varios factores, entre ellos:

Que los estímulos implementados por la autoridad china tengan un efecto acotado y no puedan revertir la tendencia de desaceleración económica de ese país, dado algunos problemas de índole estructural.

Que se presente una disminución más acentuada de lo previsto en el desempeño económico en la zona del euro.

Que se recrudezcan las tensiones comerciales a nivel global por falta de acuerdos entre Estados Unidos y China.

Que se agrave la crisis de liderazgo en el Reino Unido y que su salida de la Unión Europea sea de forma desordenada, o se prolongue el *impasse* y aumente la incertidumbre sobre el futuro del país en dicho bloque económico.

Que se deteriore la actividad de las economías emergentes, derivado de la menor demanda global y por factores idiosincrásicos.

En cuanto a los mercados laborales de las principales economías avanzadas, se observa en general un continuo apretamiento. Así, el ritmo de crecimiento de los salarios ha venido acelerándose en tanto que el nivel de desempleo continúa disminuyendo.

No obstante, ello no parece haber generado presiones en la inflación, y los menores precios de las materias primas que se observaron desde finales de 2018, en especial de los energéticos, siguen contribuyendo en gran medida a la moderación en las presiones inflacionarias para este bloque de economías. Por ello, la inflación general ha venido disminuyendo por debajo de las metas de los respectivos bancos centrales y su componente subyacente se ha mantenido estable.

Derivado de lo anterior, los bancos centrales de dichas economías han mostrado mayor cautela, lo que sugiere en prospectiva un ajuste más gradual e incluso una pausa en el proceso de normalización en sus respectivos países.

En particular, en lo que se refiere a la Reserva Federal, esta mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales en su última decisión de política monetaria, ante las limitadas presiones inflacionarias y los acontecimientos recientes en la economía mundial y en los mercados financieros internacionales. Llama la atención el cambio en la trayectoria esperada de la tasa objetivo por los miembros del Comité, que ahora no prevén aumento de tasas para este año, respecto a la expectativa previa de dos alzas en el mismo período, y que podría haber un aumento de 25 puntos base en 2020. En adición a lo anterior, dicho instituto central anunció que contraerá el ritmo de reducción de su balance y lo finalizará en septiembre de este año, tres meses antes de lo previsto.

Siguiendo la misma tendencia, los bancos centrales de Canadá, la zona del euro, Inglaterra y Japón tampoco modificaron sus tasas de interés de referencia en su reunión de marzo y reconocieron que la desaceleración económica ha sido mayor a la esperada, tanto internamente como a nivel global. Como consecuencia, las variables de mercado han descontado la posibilidad de aumentos en la tasa de referencia este año para varios países.

Mientras tanto, en las economías emergentes, la inflación disminuyó ante la caída en los precios de los energéticos y de los alimentos, el desvanecimiento del efecto de la depreciación de sus divisas y el menor dinamismo global. Asimismo, en varios países, la inflación general se ubicó cerca de la meta de sus respectivos bancos centrales, y en otros, incluso por debajo de estas.

En lo que se refiere al Banco Central de China, este mencionó que aún hay espacio para disminuir los requerimientos de reserva, en un esfuerzo por generar mayor liquidez en el mercado.

Los mercados financieros internacionales, por su parte, han mostrado un desempeño favorable ante la reafirmación de una postura más laxa en el futuro cercano por parte de los bancos centrales en países desarrollados, principalmente de la Reserva Federal de Estados Unidos. En el margen, también contribuyó a ello la aparente disminución en las tensiones comerciales entre dicho país y China, así como las medidas anunciadas en materia fiscal y monetaria por el gobierno de ese país asiático para hacer frente a la desaceleración de su economía.

Desde la última decisión de política monetaria, los cambios más importantes que han tenido lugar son los siguientes:

Los principales índices accionarios registraron ganancias, las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron y los diferenciales de rendimiento de bonos corporativos respecto a estas se estrecharon.

Por su parte, el dólar estadounidense se apreció ligeramente frente a sus pares, apoyado, entre otras cosas, por el mejor desempeño relativo de esta economía y por tasas de interés en comparativa más elevadas.

En las economías emergentes, los bancos centrales han mantenido una postura neutral, lo que continúa beneficiado la entrada de flujos a este bloque, no obstante, en el periodo, la magnitud de los mismos ha sido menor a la presenciada en los meses previos.

En línea con el panorama global, las divisas de economías emergentes se depreciaron moderadamente frente al dólar estadounidense y las tasas de interés, en la mayoría de los casos, presentaron disminuciones.

Por otro lado, los índices accionarios exhibieron un sesgo negativo ante las preocupaciones en torno a las expectativas de menor crecimiento.

Es importante remarcar que a pesar del comportamiento reciente en los mercados financieros, se estima que los inversionistas seguirán cautelosos y atentos a la evolución de factores de riesgo, entre los que destacan la preocupación por la desaceleración en la actividad económica global, el desarrollo de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios comerciales, las negociaciones de salida de Reino Unido de la Unión Europea y otros riesgos geopolíticos. Por lo anterior, no puede descartarse la presencia de nuevos episodios de volatilidad.

En cuanto a los mercados financieros locales, destaca que se ha observado un sesgo positivo, el cual ha sido favorecido por la postura monetaria relativa de México y el panorama de mayor cautela en los bancos centrales de los países desarrollados.

En este contexto, los cambios más importantes que han tenido lugar desde nuestra reunión de febrero son los siguientes:

El peso se apreció alrededor de 0.5 % para ubicarse en niveles cercanos a 19 pesos por dólar, con una mejora en las medidas de profundidad y volatilidad.

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones importantes a lo largo de la curva de rendimientos. Ello, en un contexto en donde las condiciones de operación se mantuvieron estables.

En el mercado accionario, los últimos resultados trimestrales, que mostraron desaceleración en el crecimiento de los ingresos y de los márgenes de utilidad, aunado a los ajustes en los pronósticos de crecimiento de nuestra economía parecen estar teniendo un impacto negativo. En el periodo referido, el Índice de Precios y Cotizaciones mostró una caída de 3.11 %.

Cabe mencionar que las primas de riesgo local se mantienen en niveles similares a los observados en el periodo anterior. No obstante, continúa la sensibilidad ante acontecimientos de índole nacional. En particular, las noticias en torno a la calificación crediticia de Pemex y del soberano generaron episodios de volatilidad en los mercados locales durante el periodo.

De hecho, los inversionistas identifican como uno de los principales riesgos en el panorama local la situación financiera de Pemex.

Una potencial pérdida del grado de inversión podría detonar ventas forzadas de títulos en manos de inversionistas y generar distorsiones en los mercados locales.

Al mismo tiempo, mayores medidas de apoyo por parte del Gobierno Federal podrían presionar la posición fiscal y detonar, a su vez, revisiones a la calificación de deuda soberana.

Al respecto, cabe resaltar que los mercados están muy atentos al anuncio de los detalles del paquete de apoyo adicional a Pemex y de la reestructura del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP) a fin de evaluar el impacto de tales medidas sobre la situación financiera de esa empresa y las finanzas públicas.

Si bien el precio de la deuda externa de Pemex ha registrado un deterioro en el mercado secundario en los últimos meses, la preocupación se centra en que un mayor aumento en el riesgo de los bonos de esa empresa productiva del Estado o del soberano, podría traducirse en una menor disponibilidad de fuentes de recursos financieros en la economía en general en el mediano plazo.

En suma, los mercados nacionales han seguido una tendencia positiva; no obstante, el desempeño de ciertos activos ha comenzado a incorporar algunas preocupaciones que, de materializarse, podrían implicar mayor volatilidad generalizada y posibles ajustes desordenados en los mercados nacionales.

La información disponible sugiere que a principios de 2019 la actividad económica en nuestro país continuó creciendo a un ritmo débil.

En enero, el Indicador Global de Actividad Económica creció a un ritmo mensual menor al que se anticipaba mientras que el crecimiento anual fue modesto. Si bien la construcción registró un fuerte repunte durante el primer mes del año, las manufacturas continuaron creciendo lentamente y la minería siguió con su trayectoria descendente.

Por su parte, parece continuar la pérdida de dinamismo tanto de la demanda externa como de la interna. Respecto a la primera, se percibe un incipiente cambio desfavorable en la tendencia en las exportaciones automotrices a Estados Unidos. En relación con la segunda, la inversión se mantiene estancada mientras que se espera que el consumo privado continúe debilitándose.

Así, el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana continúa sesgado a la baja, tanto por la influencia de factores externos como internos.

En el entorno externo, siguen presentes los riesgos mencionados en nuestra reunión pasada. Entre ellos destacan el que se materialice una fuerte desaceleración (o incluso una recesión) de la economía estadounidense; que se interrumpa el avance en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China; que se retrase el proceso de ratificación e implementación del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) y que se presenten nuevos episodios de tensiones en los mercados financieros internacionales, producto de sorpresas en la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos o la ocurrencia de eventos como la salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo, entre otros.

Por lo que respecta al entorno interno, preocupan varios aspectos, entre los que destacan:

Que se prolongue o se deteriore el actual ambiente de incertidumbre, que ha mantenido en niveles bajos la inversión, o que esta situación dé lugar a que los consumidores reduzcan su gasto por razones precautorias.

Que se materialice una reducción de la calificación crediticia de empresas productivas del Estado o del soberano mismo, lo cual encarecería el financiamiento de todas las empresas mexicanas, tendría efectos

sobre la situación financiera de algunos bancos y dificultaría el cumplimiento de los compromisos fiscales del sector público.

Que en el ejercicio del gasto público se presente un mayor retraso del que normalmente sucede al inicio de cualquier administración, como consecuencia de los profundos cambios de políticas públicas que se están implementando.

Para el corto plazo, que las consecuencias de eventos como el desabasto de combustible en entidades federativas, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Tamaulipas sean mayores a las previstas o que se repitan.

Tomando en cuenta lo anterior, el Banco de México ha reducido nuevamente su estimación puntual de crecimiento para 2019. Esta pasó de 1.7 % en la reunión de política monetaria de febrero pasado a 1.6 % en el Informe Trimestral presentado a principios de marzo y a 1.5 % para esta reunión de política monetaria. Para 2020, el pronóstico de crecimiento se mantiene inalterado en 2.1 % anual.

Los indicadores de la brecha de producto más recientes confirman que al cierre de 2018 la economía nacional mostró en el margen más holgura, sin embargo, al excluir la producción petrolera, estos se mantuvieron en terreno neutral. Asimismo, los indicadores del mercado laboral continúan mostrando condiciones estrechas, si bien en el margen también sugieren un moderado relajamiento.

La inflación general anual disminuyó notoriamente entre la primera quincena de enero y la primera quincena de marzo, para ubicarse dentro del intervalo de variabilidad alrededor de la meta puntual del 3 %, como resultado principalmente de la disminución de la inflación no subyacente. Durante el mismo periodo, si bien la inflación subyacente pasó de 3.64 a 3.51 %, preocupa su larga persistencia en niveles superiores a la meta y que a su interior la tasa de variación anual de los precios de los servicios distintos a la vivienda y educación se mantenga en niveles tan altos como 4.5 %.

Con base en el análisis realizado por el *staff* del Banco de México, existe cierta evidencia de que ello pueda deberse a un efecto faro en las negociaciones salariales, que, en presencia de disminución en la productividad, han propiciado un aumento en el costo unitario de la mano de obra.

Por su parte, las expectativas para la inflación provenientes de encuestas han continuado registrando movimientos mixtos. Así, de enero a febrero la encuesta que levanta el Banco de México mostró los siguientes resultados:

Las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 y 2020 disminuyeron, de 3.8 a 3.65 % y de 3.71 a 3.6 %, respectivamente.

Las expectativas de mediano plazo, es decir, de hasta cuatro años, para la inflación general disminuyeron 3 puntos base, para ubicarse en 3.5 %, y las de largo plazo, es decir, de cinco a ocho años, se mantuvieron en 3.5 %.

Por su parte, las expectativas de inflación subyacente para 2019 se mantuvieron en 3.5 %, mientras que las de 2020 se elevaron 3 puntos base, de 3.45 a 3.48 %.

Más aún, las expectativas de mediano plazo para la inflación subyacente aumentaron 8 puntos base, de 3.42 a 3.5 %, mientras que las de largo plazo se mantuvieron en su nivel máximo histórico de 3.4 %.

El comportamiento de la inflación subyacente debe constituir uno de los focos de atención más importantes para este Instituto Central en virtud del grado de endogeneidad que existe entre de las expectativas de inflación y la inflación misma.

La prima por riesgo inflacionario implícita en el bono a diez años ha continuado disminuyendo conforme las tensiones en los mercados de deuda se han disipado. Así, esta disminuyó de 0.63 puntos porcentuales en enero de 2019 a 0.56 en febrero y a 0.44 en marzo.

Los pronósticos de inflación del *staff* del Banco de México para los siguientes veinticuatro meses tuvieron modificaciones temporales sin que ello afecte la convergencia de la inflación a la meta en el plazo previsto.

La inflación general se revisó al alza para los doce meses a partir de abril, debido a una trayectoria más elevada de los precios de los energéticos. Terminado este periodo, la inflación cae más de lo que se había previsto en la reunión pasada, para converger a la meta de 3% en el primer semestre de 2020.

La inflación subyacente se revisó al alza durante los próximos once meses a partir de marzo, debido a la previsión de precios de las mercancías alimenticias más elevados; sin embargo, a partir de marzo de 2020 disminuye más de los previsto en la reunión pasada, dada la expectativa de un tipo de cambio más apreciado y de una mayor holgura en la economía.

Con base en los análisis realizados por el *staff*, resalta la importancia del comportamiento del tipo de cambio y los riesgos de su deterioro, ya que existe evidencia de una alta sensibilidad de las proyecciones de inflación a escenarios de estrés en esa variable. Así, bajo el escenario depreciado, se requeriría todavía de tres aumentos de 25 puntos base, dos en 2019 y uno en 2020, para lograr la meta de inflación hasta el último trimestre de 2020.

Tomando en cuenta lo anterior, puede concluirse que si bien la inflación general ha mejorado en el margen, la inflación subyacente todavía no ha registrado una franca trayectoria a la baja, por lo que la actual postura monetaria sigue siendo adecuada para lograr la convergencia.

Cabe advertir que las previsiones anteriores están sujetas a importantes riesgos en el horizonte del pronóstico. Entre ellos resaltan los siguientes:

Que la cotización de la moneda nacional se vea nuevamente presionada, ya sea por factores externos o internos. En efecto, las previsiones de inflación a los supuestos sobre la trayectoria del tipo de cambio son altamente sensibles.

Que se den nuevos incrementos en los precios de los energéticos o productos agropecuarios.

Que se presente un reescalamiento de las medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global que eleve los precios de las mercancías.

Que la resistencia de la inflación subyacente a disminuir dificulte el descenso de las expectativas de inflación de largo plazo.

Que los importantes aumentos del salario mínimo que se han aplicado propicien aumentos en el salario promedio superiores a los aumentos de productividad.

Que se presenten efectos de segunda ronda en el proceso de formación de precios.

Por último, un deterioro de las finanzas públicas, lo que a la postre podría incrementar las expectativas de inflación de mediano y largo plazos de deteriorarse la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación.

Este último riesgo es de particular importancia porque unas finanzas públicas sostenibles son uno de los pilares fundamentales de la estabilidad de precios.

Considerando lo antes mencionado, el entorno externo se sigue caracterizando por su alto nivel de complejidad y grado de incertidumbre. Por un lado, como se preveía desde el inicio de este año, se ha acentuado la desaceleración de la actividad económica en diversas regiones del mundo, debido principalmente a la falta de acuerdos para resolver los conflictos comerciales a nivel global y, en menor medida, a algunos riesgos políticos e idiosincráticos persistentes. Asimismo, en la última semana se percibe un incremento significativo en el riesgo de una recesión económica en Estados Unidos.

Ante este escenario, y a pesar del continuo fortalecimiento de los mercados laborales en las economías avanzadas, los bajos precios de los energéticos han permitido frenar la aparición de presiones inflacionarias. Una situación similar se empieza a observar en algunas economías emergentes, dado que los incrementos generales de los precios se ubican cerca o por debajo de sus metas de inflación.

Derivado de lo anterior, se ha empezado a observar una postura monetaria neutral en la mayoría de los bancos centrales del mundo, e incluso algunos han puesto en pausa su ciclo alcista de tasas de interés. Esta situación también parece haber sido internalizada por los mercados financieros durante las últimas semanas.

En cuanto a las condiciones internas, estas muestran una dinámica mixta con respecto a la pasada reunión de decisión de política monetaria.

Si bien durante el periodo, los mercados financieros en México mantuvieron un sesgo positivo derivado de nuestra posición monetaria relativa ante el panorama global de búsqueda de rendimiento, las preocupaciones sobre el crecimiento han comenzado a impactar el desempeño del mercado de renta variable.

En detalle, el peso se apreció, el mercado de renta fija presentó ganancias y se continúan observando flujos de entrada por parte de inversionistas extranjeros, aunque en menor magnitud, mientras que el índice de precios y cotizaciones tuvo una caída moderada.

El cambio de perspectiva de la calificación soberana por parte de Standard & Poor's y los comentarios sobre la situación financiera de Pemex por parte de esta y otras agencias calificadoras, ante la ausencia de un plan estratégico de negocio, generaron episodios de volatilidad financiera. Derivado de lo anterior, la potencial pérdida del grado de inversión de Pemex y el nerviosismo en torno a la posible revisión de la calificación soberana ya se han reflejado en los precios de sus activos y se mantienen como parte de los riesgos a los que el mercado local tiene mayor sensibilidad.

Por su parte, los indicadores más oportunos confirman que el crecimiento económico nacional también se ha debilitado.

Destaca que durante el primer trimestre de 2019, el consumo siguió mostrando signos de desaceleración.

Los indicadores de holgura de la actividad económica, excluyendo el petróleo, se mantienen en terreno neutral, salvo los del mercado laboral, que continúan reflejando ciertas presiones.

Ello ha propiciado revisiones continuas del pronóstico de crecimiento desde 2 % en el Paquete Económico a niveles de 1.5 % para esta fecha.

Cabe destacar que la lectura de inflación de la primera quincena de marzo se ubicó nuevamente en niveles por debajo de 4 % en términos anuales, no obstante que esta cifra resultó ligeramente superior a la observada en febrero. La mejoría de la inflación general, tanto en la información observada y en su expectativa, se refleja a su vez en mejores condiciones de los indicadores coyunturales y prospectivos de diversos instrumentos financieros y de mercado.

A pesar de lo anterior, el componente de la inflación subyacente, lejos de mostrar una tendencia franca hacia la baja, confirma nuevamente su resistencia a disminuir, lo que ha propiciado incrementos en las expectativas de su evolución en el corto y mediano plazos y representa un factor de inquietud para este Instituto Central.

Por ello, el balance de riesgos para la inflación en el horizonte inmediato permanece con un sesgo al alza. Adicionalmente, existen otros factores internos y externos que podrían incidir sobre el tipo de cambio, así como posibles eventos de volatilidad, que generen presiones inflacionarias.

Es importante enfatizar que la política monetaria constituye uno de los pilares fundamentales para preservar la estabilidad del marco macroeconómico del país.

En virtud de todo ello, se requiere una postura prudente y de cautela que permita reforzar la credibilidad en este Instituto Central a fin de lograr que efectivamente la convergencia de la inflación a la meta del 3 % se dé en el horizonte previsto del primer semestre de 2020, y que propicie que las expectativas, que por un largo período se han situado por arriba de la meta, finalmente comiencen a descender.

Por lo anterior, y tomando en cuenta la decisión pasada, mi intención de voto en esta ocasión es en favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en el nivel de 8.25 %.

Asimismo, considero importante que el comunicado de política monetaria señale que en el entorno actual, la Junta de Gobierno permanecerá vigilante de la evolución de la inflación, sus determinantes y sus expectativas y, en caso de ser necesario, actuará oportunamente para dar cumplimiento con su mandato constitucional.

No quisiera concluir mi intervención sin externar tres preocupaciones que se desprenden del entorno económico actual y que atañen a la preservación de los fundamentos de la estabilidad de precios, al resguardo de la fortaleza del sistema financiero y al reconocimiento del alcance y las limitaciones de la política monetaria.

En primer lugar, como sabemos, bajo un régimen de objetivos de inflación, la estabilidad de precios se sustenta tanto en la instrumentación de una política monetaria creíble como en la conservación de la solidez de las finanzas públicas. Sobre este último punto, hemos destacado ya en varias ocasiones en nuestros comunicados de política monetaria la relevancia de cumplir con las metas fiscales contempladas en el Paquete Económico 2019 y años subsecuentes.

Al respecto, considero prudente resaltar que desde nuestra última reunión ha aumentado la preocupación de que se presente un faltante de ingresos públicos debido principalmente a tres factores: menores ingresos provenientes de la recaudación de IVA e IEPS; menores ingresos derivados de la venta de petróleo por una reducción mayor a la esperada de la plataforma de producción de crudo, y menor recaudación de impuestos en general, producto de un crecimiento económico inferior al considerado en el Paquete Económico (2 vs. 1.5 % del consenso).

Por el lado del gasto, se presenta la necesidad inmediata de dar apoyo financiero a Pemex para enfrentar sus compromisos de deuda durante 2019. En este sentido, conviene señalar que la propuesta de usar parte de los recursos del FEIP para otorgar un apoyo financiero adicional por una sola ocasión a Pemex, así como modificar la finalidad del Fondo para permitir su uso como una herramienta de política fiscal contracíclica pueden tener efectos positivos, pero también implican riesgos que debemos tener presentes.

Por una parte, la efectividad del apoyo a Pemex dependerá no solo del monto sino del destino de los recursos, así como de que su aplicación se condicione al diseño de un plan de negocio viable, que atienda el problema estructural de insuficiencia de flujo de la empresa, y cuya implementación sea evaluada periódicamente y con rendición de cuentas. De no cumplir con tales condiciones, la disposición de los

recursos solo resolvería las necesidades financieras inmediatas de la empresa sin atender el problema estructural, y a cambio de elevar la vulnerabilidad de las finanzas públicas, al reducir la disponibilidad de recursos del Gobierno Federal para hacer frente a alguna contingencia futura.

Por otra, existen también riesgos de modificar las reglas para disponer de los recursos de este fondo soberano, dado que en principio, junto con otras herramientas, dicho fondo constituye un instrumento de ahorro obligatorio, cuyos recursos solo pueden emplearse frente a choques exógenos con la finalidad de cumplir las metas fiscales. Así, de implementarse el esquema propuesto, cambiaría la naturaleza del fondo, al pasar de un mecanismo de aseguramiento a una herramienta de política fiscal contracíclica. En este supuesto, sería indispensable establecer mecanismos efectivos que garanticen la entrada y la salida de recursos de manera simétrica a lo largo del ciclo económico, para asegurar que el fondo siempre cuente con capacidad para cumplir sus finalidades.

En segundo lugar, conviene tener presente que, de no resolver de fondo los problemas estructurales de Pemex podrían presentarse repercusiones sobre la economía en su conjunto y el sistema financiero.

La pérdida del grado de inversión obligaría a los inversionistas institucionales a deshacerse de manera súbita de una gran parte de sus tenencias de bonos emitidos por la empresa productiva del Estado, lo que elevaría sustantivamente su costo de financiamiento y, posiblemente, el del soberano, encareciendo la inversión pública.

Por su parte, unas condiciones financieras más astringentes para Pemex y el soberano necesariamente se traducirían en mayores costos de financiamiento de las empresas no financieras del país en los mercados internacionales, lo que inhibiría la inversión privada.

El mayor costo del financiamiento de mercado conduciría tanto al Gobierno como a Pemex y a sus proveedores, así como a las empresas privadas no financieras, a buscar mayor financiamiento por parte de la banca, lo cual también se traduciría en un incremento en el costo del crédito generando menor inversión y gasto por parte de otras empresas y los hogares.

Por último, la menor inversión y el menor gasto deprimirían la actividad económica, situación que podría traducirse en un mayor incumplimiento y eventualmente deteriorar la cartera de crédito de los bancos.

Hacia adelante, el Gobierno Federal enfrenta crecientes presiones de gasto por conceptos ineludibles como las obligaciones derivadas de pensiones y el costo financiero de la deuda, entre otros, que reducen aún más su margen de maniobra para ajustarse a posibles menores ingresos.

Para concluir, me gustaría retomar la preocupación expresada en reuniones anteriores respecto de la necesidad de implementar políticas públicas para aumentar la productividad y elevar el crecimiento potencial del país, que han permanecido rezagados por un largo período.

Al respecto, conviene recalcar que la mejor contribución que puede hacer un banco central para fomentar el crecimiento sostenido es preservar la estabilidad de precios. Sin embargo, la estabilidad de precios es solo una condición necesaria, más no suficiente, para potenciar el crecimiento económico.

A fin de lograr un mayor crecimiento sostenido es necesario contar con políticas públicas que generen los incentivos para propiciar la inversión, la productividad, la competencia, el avance tecnológico y la formación de capital humano.

En virtud de lo anterior, además de mantener una política monetaria prudente y creíble, se requiere fortalecer las instituciones, hacer valer el Estado de derecho, combatir con efectividad la corrupción y abatir la inseguridad. Solamente así se podrán sentar las bases para crear un ambiente propicio para la creación de valor y el desarrollo económico del país.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Información proveniente de una diversidad de indicadores, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, sugiere que la actividad económica mundial siguió debilitándose durante el periodo enero-marzo de 2019. Si bien es posible anticipar cierto repunte durante los próximos trimestres, en la medida en que los factores transitorios que han afectado el dinamismo de algunas economías continúen disipándose y las políticas de estímulo anunciadas en diversos países avanzados y emergentes comiencen a surtir efecto, las proyecciones de crecimiento global tanto para este año como para el siguiente presentan nuevas revisiones a la baja.

En contraste con lo anterior, los mercados laborales en las principales economías avanzadas han continuado mostrando un desempeño sólido, registrándose en algunos casos descensos adicionales de la tasa de desempleo a niveles mínimos multianuales, así como lecturas de indicadores relacionados en niveles congruentes con una mayor estrechez en dicho mercado. Esto se ha reflejado en un mayor ritmo de incrementos salariales, pero la inflación en estas economías continúa presentando niveles moderados e, incluso, disminuciones recientes, en buena medida como resultado de menores precios de algunas materias primas respecto de los observados el año previo. Por su parte, en respuesta a este y otros factores, la inflación en las economías emergentes ha continuado registrando, en general, una tendencia a la baja que podría extenderse durante los próximos trimestres.

No obstante la aparente moderación de algunos de los principales factores de riesgo en el transcurso de las últimas semanas, otros se han agudizado de manera importante, por lo que el balance para el escenario de crecimiento de la economía mundial mantiene un sesgo negativo.

A este respecto, cabe destacar el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos que, tras haber mantenido sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su más reciente reunión de política monetaria, dio a conocer revisiones a la baja de sus previsiones para la trayectoria de dicha tasa, así como la próxima desaceleración del ritmo de reducción de su hoja de balance; proceso que contempla concluir en septiembre próximo. En otras economías avanzadas, el debilitamiento de la actividad económica y la persistencia de niveles bajos de inflación también han dado lugar a la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias de lo previsto hasta hace poco.

La perspectiva de una mejora de las condiciones financieras globales ha incidido de manera positiva en los mercados financieros de las economías avanzadas. Por otra parte, si bien un cambio en la postura de política monetaria más gradual en esas economías estimularía flujos de capital hacia las emergentes y un mejor desempeño de los precios de sus activos, este efecto puede ser contrarrestado si al mismo tiempo se genera la percepción de un debilitamiento más acentuado de la actividad económica en los países avanzados. Un riesgo en sentido contrario se deriva de sorpresas en la trayectoria de la inflación que lleven a un proceso más acelerado de lo previsto de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y otras economías avanzadas.

Por su parte, las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos parecen estar avanzando hacia la consecución de un acuerdo. Sin embargo, el riesgo de retrocesos o episodios de agudizamiento de las tensiones entre ambos países no ha desaparecido. De hecho, puede llegar a observarse un entorno de barreras arancelarias mayores a las prevalecientes previo al conflicto, incluso bajo un escenario de acuerdo entre estas economías.

En buena medida como resultado de las acciones de estímulo y estabilización implementadas por las autoridades, la desaceleración de la economía china podría resultar menor a la prevista hace algunos meses. No obstante, es importante señalar que los esfuerzos en este sentido están limitados por el proceso de transición hacia una senda de crecimiento más moderado en el que se encuentra inmersa esta economía,

así como por las implicaciones que pudieran tener para el saneamiento de algunas de sus vulnerabilidades, tales como los altos niveles de endeudamiento, tanto público como privado.

El proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea continúa representando un importante factor de riesgo para el desempeño económico global. La probabilidad de un escenario sin acuerdo favorable entre ambas partes y en un contexto de complicaciones de índole política parece haberse incrementado en los últimos días. Naturalmente, es de esperar que la incertidumbre que esto representa siga teniendo implicaciones de consideración para la actividad económica de estos países.

En México, la actividad económica ha continuado mostrando debilidad a principios de 2019, pero manteniendo una trayectoria positiva. Por el lado de la oferta, si bien la atonía es más acentuada en el caso de la producción industrial, se observa también una desaceleración del sector de servicios. Entre los componentes de la demanda agregada, las exportaciones siguen mostrando una tendencia al alza, el consumo privado continúa perdiendo vigor y la inversión registra una caída.

Es importante tener presente que una evaluación precisa de la fase cíclica de la economía es compleja en la coyuntura actual. Lo anterior se debe, en primer lugar, a que su evolución reciente puede haber sido afectada por factores de naturaleza transitoria, entre ellos los problemas de desabasto de gasolina en diversas ciudades, el bloqueo de vías férreas en el estado de Michoacán, las huelgas en el norte del país y el debilitamiento de la economía de Estados Unidos ante el cierre temporal de las actividades gubernamentales en el primer trimestre del año, cuyo impacto debería desaparecer en el corto plazo. Por tanto, sería razonable esperar una mejora de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 2019.

En segundo lugar, ante la disminución de la inversión y la desfavorable evolución de la productividad, es probable que el crecimiento potencial de la economía se esté contrayendo. En este contexto, se complica aún más hacer una estimación confiable de la brecha del producto.

En tercer lugar, no obstante los incrementos recientes, el mercado laboral sigue mostrando una tasa de desempleo que se estima por debajo de sus niveles de largo plazo.

En todo caso, tomando en cuenta las proyecciones para el crecimiento del PIB para este año y el siguiente, es de esperarse que las condiciones de holgura en la economía, todavía apretadas a finales del año pasado, muestren un relajamiento, resultando en una brecha del producto negativa durante este periodo.

Además, este escenario sigue mostrando un sesgo a la baja, similar al observado durante la más reciente reunión de política monetaria. A mi juicio, el riesgo principal se deriva de la incertidumbre propiciada por la insuficiente claridad de diversas políticas públicas, lo que puede obstaculizar la recuperación de la inversión privada. De hecho, en mi opinión, la principal acción contracíclica que puede adoptarse en la actualidad es la creación de condiciones de confianza que estimulen un repunte de la inversión.

La situación descrita puede verse agravada por los riesgos derivados del proceso de ratificación del nuevo tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá. A lo anterior cabe agregar el rezago en el ejercicio del gasto público observado generalmente al inicio de una administración, la posibilidad de una recuperación más lenta de lo previsto de la producción petrolera, así como diversos riesgos de naturaleza externa, tanto económicos como políticos.

La inflación general ha disminuido a lo largo de 2019, ubicándose desde la primera quincena de febrero dentro del rango de variabilidad alrededor de la meta, fundamentalmente como resultado de la caída de la inflación no subyacente. Por otra parte, si bien se anticipa cierto repunte de la inflación general en los próximos meses, esto es resultado de una baja base de comparación durante el año previo y alzas transitorias de los precios de los energéticos, por lo que dicha tendencia debería empezar a revertirse a partir del mes de junio.

Sin embargo, este comportamiento ha venido acompañado de elementos preocupantes:

En primer lugar, la inflación subyacente ha mostrado una considerable persistencia, habiendo registrado durante los últimos once meses una disminución acumulada de apenas dos décimas de punto porcentual a 3.5 %.

En segundo lugar, la evolución de la inflación subyacente ha seguido excediendo las proyecciones del Banco Central, en un contexto de frecuentes revisiones al alza para la trayectoria futura de esta variable.

En tercer lugar, las expectativas de inflación basadas en encuestas de corto, mediano y largo plazos siguen ubicadas por encima de las proyecciones dadas a conocer por el Banco de México y de la meta de 3 %.

En cuarto lugar, las expectativas para la inflación subyacente de largo plazo se ubican en su nivel más alto de los últimos 6 años, es decir, desde que se tiene información, acercándose gradualmente a las de la inflación general, lo que puede implicar un arraigo más firme de las expectativas en niveles por encima de la meta.

Por último, si bien las estimaciones de la compensación por inflación y riesgo inflacionario derivadas de instrumentos de mercado han disminuido recientemente, siguen ubicadas en niveles relativamente elevados.

En este contexto, considero que el balance de riesgos para la convergencia de la inflación a la meta de 3 % durante el primer semestre de 2020 sigue mostrando un sesgo al alza.

En virtud de los importantes factores de incertidumbre internos y externos que enfrenta la economía, el comportamiento del tipo de cambio continúa representando uno de los principales riesgos para el comportamiento de la inflación. La evolución de los salarios, cuyo crecimiento parece estarse acelerando en el curso de este año, constituye otro factor de preocupación para la trayectoria de los precios. También son de destacarse los riesgos derivados de la volatilidad de los precios de los energéticos y los productos agropecuarios, así como un potencial debilitamiento de las finanzas públicas ante la caída de la producción petrolera y el debilitamiento de la actividad económica, entre otros factores.

Los mercados financieros han mostrado un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria. El peso se depreció ligeramente frente al dólar, aunque en un contexto de condiciones de operación ordenadas. Al mismo tiempo, se observó un importante descenso de los rendimientos sobre valores gubernamentales a largo plazo. Por otra parte, los indicadores de riesgo soberano para México continuaron registrando niveles elevados, superiores incluso a los de diversas economías con una calificación crediticia menor.

La expectativa de una normalización de la política monetaria más gradual en Estados Unidos condujo inicialmente a una apreciación del peso frente al dólar. Sin embargo, esta tendencia se ha revertido en los últimos días ante la preocupación por el debilitamiento de la economía mundial.

En mi opinión, lo anterior pone en evidencia que si bien adecuada tomando en cuenta la situación de las economías avanzadas, las implicaciones de una normalización más gradual de la política monetaria de esos países deben verse con cautela. Por una parte, pueden aliviar las presiones en los mercados financieros internos. Sin embargo, al mismo tiempo apuntan a una expansión más moderada de la economía mundial, prolongan los desafíos para la estabilidad financiera derivados de la persistencia de bajas tasas de interés y disminuyen los márgenes de respuesta para la política monetaria ante un debilitamiento mayor del previsto en la actividad económica. Visto desde un ángulo distinto, también acentúan los riesgos derivados de sorpresas en la conducción de la política monetaria ante aumentos repentinos de la tasa de inflación.

En virtud de lo anterior, es de suma importancia fortalecer los fundamentos de la economía y hacer frente a los principales riesgos.

Considero que en este momento, el más importante entre ellos, se refiere a la situación de Pemex. Las autoridades han anunciado diversas medidas para sanear la posición financiera de la empresa que, si bien importantes, han sido consideradas en los mercados como insuficientes. Se ha indicado que en las próximas semanas se dará a conocer un paquete adicional de medidas en apoyo de Pemex.

En mi opinión es indispensable que estas se enfoquen no solamente en atender los problemas de liquidez de corto plazo de la Institución, sino también en asegurar su viabilidad financiera de largo plazo. Lo anterior implica, entre otras cosas, la adopción de un modelo de negocios que permita una recuperación sostenida de su capacidad de producción de petróleo, sin afectar la perspectiva de finanzas públicas sólidas en el largo plazo. De no lograrse estos objetivos, las acciones pueden ser contraproducentes, ya que existe el riesgo de que no se evite la baja en la calificación crediticia de Pemex y se incremente la vulnerabilidad de las finanzas públicas, tanto ante choques como la subyacente, y seguramente al final se afectaría también el riesgo soberano. Las consecuencias para la economía serían severas.

Ante la persistencia de una situación de elevada incertidumbre y riesgos al alza para la inflación, la política monetaria debe continuar enfatizando la prudencia y el fortalecimiento de su credibilidad. En este sentido, llama la atención la expectativa entre los analistas de un relajamiento de la política monetaria, en un contexto en el cual sus expectativas de inflación de corto y largo plazos se mantienen por encima de la meta. Esto apunta a un problema de credibilidad respecto de la meta de inflación de 3 % que es importante tener presente.

A mi juicio, lo anterior también sugiere que las expectativas para la evolución de la tasa de referencia que se derivan de las encuestas a analistas o de los instrumentos de mercado, no son compatibles con la convergencia de la inflación a la meta en el primer semestre de 2020. La moderación de las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos alivia los riesgos para la política monetaria en México, pero como ha sido evidente en los últimos días no los elimina, ni tampoco cambia de manera significativa el panorama inflacionario. Bajo el entorno macroeconómico que se vislumbra en la actualidad, el logro de la meta de inflación requeriría mantener una postura monetaria firme durante un periodo todavía prolongado. Naturalmente, será indispensable continuar dando un seguimiento cuidadoso a la evolución de la inflación y sus determinantes, para ajustar la postura de política monetaria en caso de considerarse necesario.

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

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La actividad económica global hacia finales de 2018 y durante 2019 se ha desacelerado en mayor medida que lo anticipado. A su vez, los indicadores oportunos y adelantados continúan mostrando debilidad y un entorno de menor crecimiento para el resto del 2019.

Entre los principales factores que han afectado a la actividad económica mundial y propiciado una expectativa de menor crecimiento, destaca el efecto de las tensiones comerciales y la imposición de aranceles entre Estados Unidos y China, las cuales han afectado tanto al comercio mundial como a la inversión, especialmente la manufacturera.

Si bien se ha presentado una desaceleración generalizada en las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas para el presente año, las reducciones a los pronósticos de crecimiento muestran diferencias. En la zona euro las reducciones han sido considerables y de menor magnitud en Estados Unidos y Japón.

En las economías emergentes, el crecimiento también se ha debilitado considerablemente, resintiendo los efectos de las tensiones comerciales, la desaceleración de la economía china, un entorno de mayor incertidumbre y factores de riesgo idiosincráticos.

Así, en los últimos meses el entorno de crecimiento global se ha debilitado y persiste un balance de riesgos a la baja. En este contexto, han disminuido las presiones inflacionarias en las economías avanzadas, así como las expectativas de aumentos de tasas de interés, lo que se ha traducido en una reducción en las curvas de rendimiento.

Este ajuste ha contribuido a la recuperación en los mercados accionarios y a un mayor apetito por riesgo, si bien los diferenciales de riesgo crediticio se han reducido en menor medida. Ello posiblemente asociado a la mayor incertidumbre sobre la actividad económica, lo que a su vez ha mantenido un entorno donde la confianza de los negocios y las perspectivas para invertir se han visto afectadas.

Las menores presiones inflacionarias en las economías avanzadas reflejan tanto los efectos de la desaceleración económica reciente, como la presencia de otros factores que han mantenido a la inflación estructuralmente baja y con pocas presiones asociadas al mercado laboral, a pesar de que ha mantenido condiciones estrechas.

En particular, el cambio tecnológico y la globalización han permitido fragmentar los procesos productivos acorde a las ventajas competitivas y a la estructura de costos en diferentes países y regiones, tanto en la producción de bienes como de servicios. Esto permitió incorporar a la economía global la abundante mano de obra de Asia y la de los países de Europa del Este. Estos factores han hecho a los mercados más competidos, y disminuido la posibilidad de que las empresas aumenten precios. La permanencia o el debilitamiento de estos factores serán de gran importancia en el comportamiento futuro de la inflación.

Si bien las economías avanzadas mantienen diferencias en sus posiciones cíclicas y en sus brechas de inflación, los efectos adversos de las tensiones comerciales han contribuido a una desaceleración sincronizada y una revisión generalizada a la baja en los pronósticos de crecimiento. Adicionalmente, esta tendencia se ha visto reforzada por el desvanecimiento de los efectos transitorios del estímulo fiscal procíclico adoptado en Estados Unidos, y por diversos factores idiosincráticos que han desacelerado significativamente a la actividad económica en la zona euro.

Por ello, en las economías avanzadas se prevén menores presiones inflacionarias y que, en algunos casos, la inflación se mantenga en niveles inferiores a las metas de los bancos centrales. Esto dio lugar a importantes reducciones en las tasas de interés de mediano y largo plazos, lo que se ha traducido en condiciones financieras más relajadas.

No obstante, el entorno para la economía global se mantiene complejo y frágil, y persisten como factores de riesgo: las tensiones comerciales, una desaceleración considerable de la economía china o en la zona euro, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas.

Así, la economía mundial parece estar ajustándose a un menor ritmo de crecimiento, tanto en las principales economías avanzadas como en China, con la consecuente reducción en las presiones inflacionarias y una importante corrección en los mercados financieros, especialmente en Estados Unidos.

En particular, el 20 de marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo para la tasa de fondos federales de 2.25 a 2.5 %, y destacó que serían pacientes para ajustar la postura monetaria, no comprometiendo acciones futuras. Adicionalmente, revisó a la baja sus pronósticos para la tasa de interés objetivo, con lo cual ya no prevén aumentos en 2019 y aumentó el tamaño objetivo de su balance, lo que presionará menos al mercado de fondos prestables.

Estas acciones consolidaron la expectativa de los mercados financieros de que las condiciones monetarias no se restringirían en el futuro previsible, lo que redujo las tasas de corto, mediano y largo plazo. Inclusive, se invirtió la curva de rendimientos en sus plazos más cortos, con lo cual se incorporan reducciones en las tasas de interés en los próximos años.

En particular, de los niveles alcanzados en noviembre de 2018 al 26 de marzo del presente año, las tasas de los bonos del Tesoro norteamericano a 5 y 10 años se redujeron en más de 85 puntos base, mientras que las de 30 años lo hicieron en más 60 puntos base.

El ajuste anterior ha propiciado la recuperación de los mercados accionarios, un aumento en el apetito por riesgo y un mejor desempeño de los activos y divisas de las economías emergentes. En el caso de México, y considerando los amplios diferenciales de tasas de interés de corto plazo ajustados por riesgo, ello ha contribuido a una mejoría tanto en el mercado cambiario como en el de valores gubernamentales.

Si bien en este contexto se ha reducido la tensión financiera que gravitaba sobre las economías emergentes; considerando la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales y la actividad económica global, así como sus efectos sobre el apetito por riesgo, persiste la posibilidad de enfrentar episodios de volatilidad en los mercados financieros y ajustes importantes en los activos de las economías emergentes.

Por todo lo anterior, en un entorno en el que se prevén menores presiones provenientes de los mercados externos, el desempeño de las economías emergentes estará determinado en mayor medida por factores de riesgo idiosincráticos y la solidez de sus cimientos macroeconómicos.

Las condiciones más favorables que han prevalecido en los mercados financieros internacionales han contribuido a un buen desempeño de los activos financieros en México. Sin embargo, la incertidumbre y los factores de riesgo que gravitan sobre la economía mexicana tienen a los activos nacionales cotizando con un descuento o prima de riesgo adicional respecto al comportamiento que ha tenido en los últimos años o respecto a las calificaciones crediticias aún vigentes. Por ello, es necesario que las acciones y definiciones que se adopten próximamente respecto a dichos factores de riesgo, contribuyan a generar confianza y anclar de mejor manera las perspectivas sobre la economía mexicana.

En particular, Pemex enfrenta retos considerables y su riesgo crediticio constituye uno de los principales factores de riesgo sobre la economía nacional. Las definiciones que se alcancen respecto a la estrategia de Pemex jugarán un papel clave en las perspectivas de corto y mediano plazos en los mercados financieros nacionales, tanto por su escala e interconexión con múltiples empresas e instituciones financieras nacionales, como por su importancia en los mercados financieros nacionales y externos. La deuda de Pemex tiene una participación importante en los portafolios de diversos inversionistas institucionales dedicados a economías emergentes, y que mantienen exposición a una amplia gama de activos mexicanos en sus portafolios. Así, una posible degradación de calificación y pérdida del grado de inversión podría propiciar un ajuste de portafolios significativo y episodios de volatilidad.

Considerando que aún se enfrentan importantes riesgos externos e internos, es fundamental mantener en todo momento una postura macroeconómica sólida y que permita hacer frente a la materialización de algunos escenarios adversos. Por ello, cobra especial relevancia el cumplir la meta fiscal de superávit primario de 1 % del PIB para 2019 aprobada por el H. Congreso de la Unión. Además, es indispensable fortalecer la posición financiera de Pemex y su capacidad de generación de valor de mediano y largo plazos.

La economía mexicana se ha venido ajustando en los últimos años a una menor disponibilidad de recursos externos, un importante deterioro en la balanza comercial petrolera e incertidumbre sobre las principales relaciones comerciales. Ello ha requerido de una importante depreciación del tipo de cambio real y de un reforzamiento de la postura macroeconómica. Para que este ajuste se dé de manera ordenada y con la

menor afectación en el producto, requiere que el tipo de cambio nominal funcione como variable de ajuste y que la inflación se mantenga contenida y cercana a su meta.

En este contexto adverso y de importantes ajustes, la actividad económica se ha venido desacelerando, si bien de manera más pronunciada hacia finales de 2018, con un crecimiento para todo el año de 2 %.

La información al cuarto trimestre de 2018 y la disponible de 2019 muestran que la actividad económica continuó mostrando un bajo crecimiento. Estas cifras muestran los efectos de algunos factores que han incidido adversamente sobre el crecimiento, en particular, la desaceleración de la economía global; una mayor debilidad de la demanda interna, y factores de carácter transitorio, asociados a los problemas en la distribución de combustibles y la interrupción de vías férreas.

Por el lado de la producción, la actividad industrial ha mostrado debilidad tanto en las manufacturas como por la contracción de la minería. En cuanto a los servicios, estos presentaron cierta desaceleración, especialmente en aquellos sectores que resultaron más afectados por los problemas de distribución de combustible.

Por el lado de la demanda agregada, la información más oportuna del consumo muestra cierta desaceleración; y se mantiene la tendencia negativa de la inversión, especialmente por la debilidad en la adquisición de maquinaria y equipo. En opinión de los analistas económicos encuestados por el Banco de México, la coyuntura actual para realizar inversiones pasa por un mal momento.

Por lo que se refiere a la demanda externa, que ha sido un importante soporte para la actividad económica, si bien en enero las exportaciones manufactureras registraron cierto repunte, las exportaciones automotrices a Estados Unidos continúan mostrando debilidad.

El entorno de crecimiento para 2019 sigue sujeto a una elevada incertidumbre y a las políticas públicas que se adopten, así como los efectos que estas tengan en la inversión privada y el consumo.

Entre los principales factores de riesgo para el crecimiento destacan:

Que se escalen o se sostengan un mayor tiempo las tensiones comerciales, lo que afecta directamente el crecimiento global e indirectamente propicia una mayor aversión al riesgo, lo que a su vez incide sobre los mercados financieros internacionales y la disponibilidad de financiamiento para las economías emergentes.

Que se adopten políticas comerciales proteccionistas que afecten directamente a la economía mexicana o que se presenten obstáculos y riesgos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados entre México, Estados Unidos y Canadá.

Factores o políticas que propicien mayor incertidumbre interna y menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana.

Afectaciones asociadas a la ejecución del gasto público.

La materialización de riesgos geopolíticos.

Adicionalmente, es necesario hacer frente a los siguientes riesgos para el crecimiento de mediano plazo:

Incrementar la productividad de la economía mexicana y promover la adecuada utilización de los factores.

Superar los problemas de falta de Estado de derecho; que afectan considerablemente las perspectivas de inversión y crecimiento.

Promover la adopción de nuevas tecnologías, fortalecer el capital humano, reducir las brechas de oportunidades, y generar los incentivos necesarios para el crecimiento y el desarrollo.

Por lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sesgado a la baja, tanto en un horizonte de corto como de mediano plazos.

Los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura, hacia finales de 2018 e inicio de 2019, muestran un relajamiento respecto a los registrados anteriormente. Adicionalmente, se prevé que las condiciones de holgura en la economía se amplíen en los próximos trimestres.

La inflación general ha resentido importantes ajustes, provenientes tanto del tipo de cambio como de presiones significativas en la inflación no subyacente, especialmente en los precios de los energéticos. En lo que va del año la inflación general ha disminuido al pasar de 4.83 % en diciembre a 3.95 % en la primer quincena de marzo. Esta reducción se debe, principalmente, a la menor inflación no subyacente, que pasó de 8.4 a 5.34 %, en igual periodo.

Por su parte, después de que la inflación subyacente se mantuvo 10 meses entre 3.6 y 3.7 %, pasó de 3.68 % en diciembre de 2018 a 3.51 % en la primera quincena de marzo. A su interior destaca el aumento que han registrado las variaciones en los precios de las mercancías alimenticias y los niveles elevados de las correspondientes a algunos servicios. La inflación subyacente ha mostrado, en lo general, resistencia a la baja y persistencia en el ajuste ante los choques que la han afectado.

Al respecto, considerando la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales que rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con posibles afectaciones en el empleo formal y en el proceso de formación de precios. En caso de que estas se presenten, ello implicaría una mayor resistencia, o inclusive presiones adicionales en la inflación subyacente.

La expectativa de encuestas para la inflación general para 2019 y 2020 disminuyó de 3.80 a 3.65 % y de 3.71 a 3.60 %, mientras que las subyacentes para 2019 se mantuvo en 3.5% y la de 2020 pasó de 3.45 a 3.48 % entre enero y febrero. Además, las expectativas para la inflación general y subyacente de mediano y largo plazos se han mantenido en niveles claramente superiores a la meta de 3 % y con ligeros aumentos en la subyacente.

La prima por riesgos inflacionarios, que se extrae del diferencial entre los rendimientos en términos nominales y reales de mediano y largo plazos, se ha venido reduciendo; si bien aún mantiene niveles elevados. Así, las primas de riesgo que están más ligadas a las condiciones monetarias se han venido reduciendo, mientras que otras han aumentado.

Si bien la información más reciente muestra una mejoría en el desempeño de los mercados financieros nacionales, se mantiene un entorno de elevada incertidumbre, y primas de riesgo elevadas.

El entorno descrito presenta disyuntivas y riesgos de corto, mediano y largo plazos. Por un lado, la actividad económica está desacelerándose y las condiciones de holgura podrían ampliarse, pero es claro que los retos que enfrentan actualmente la economía y la inflación no son solo los relacionados a la posición cíclica de la economía. En los últimos años, la economía y la formación de precios han tenido que enfrentar considerables choques, tanto externos como internos, y las posturas fiscal y monetaria han tenido que reforzarse. Contar con una sólida postura macroeconómica contribuye decisivamente a un ajuste ordenado en la economía y que la inflación alcance su meta.

A su vez, son diversos los factores de riesgo e incertidumbre asociados a la economía mexicana y que requieren una postura macroeconómica fuerte que propicie, por un lado, el espacio para la adopción de las

acciones necesarias para promover mayor certeza y confianza, y por otro, que contribuya a que los ajustes que requiera la economía se presenten de manera ordenada.

Entre las acciones anteriores se encuentra la estrategia para superar los retos estructurales y financieros que enfrenta Pemex y la definición de otras políticas públicas, cuyos efectos son claves para la determinación de expectativas y de incentivos a la inversión, la eficiencia, el adecuado uso de los factores y el crecimiento económico.

En cuanto a las perspectivas para la inflación destaca:

Si bien la inflación no subyacente se ha reducido recientemente, se prevé que algunos de sus componentes, en particular algunos energéticos, pudieran presionarla en los próximos meses.

La inflación subyacente estará sujeta a dos influencias, a la baja por la ampliación de la holgura en la economía, y al alza tanto por el riesgo de que los aumentos recientes al salario mínimo propicien presiones generalizadas de costos, como por la resistencia a disminuir que ha mostrado recientemente.

La postura actual de política monetaria y la actualización del pronóstico de inflación es consistente con la trayectoria de reducción de la inflación hacia su meta dada a conocer en la última publicación del Informe Trimestral.

Por lo antes señalado, si bien se han intensificado algunos factores de riesgo que pudieran acelerar la reducción de la inflación, se mantienen otros elementos de riesgo que la podrían presionar al alza en mayor magnitud y desviarla de la trayectoria prevista. Por ello, aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación en un entorno altamente complejo e incierto.

Al respecto, es necesario tratar de evitar que se combine una desaceleración del crecimiento con la adopción de políticas o acciones que pudieran afectar la formación de precios y mantengan a la inflación presionada y por encima de su meta.

Por ello, es particularmente relevante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se promueva una adecuada determinación de precios en la economía, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Todo ello es indispensable para consolidar de manera sostenida una inflación baja y estable, y generar mayor crecimiento.

Por todo lo antes señalado, mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25 %.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 28 de marzo de 2022

www.banxico.org.mx