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 11 de febrero de 2021

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 11 DE FEBRERO DE 2021

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 10 de febrero de 2021.

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

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

GALIA BORJA GÓMEZ

El 2020 pasará a la historia como el año en que inició la pandemia asociada al virus SARS-CoV-2 y con ella la recesión económica más severa que ha experimentado el mundo en los últimos años. De acuerdo con las perspectivas elaboradas por el FMI, la economía mundial se contrajo 3.5 % durante 2020, lo cual representa la reducción más grande registrada en la historia moderna.

Además, por las medidas impuestas para contener la propagación del virus, se generaron cambios en los patrones de consumo, las relaciones laborales, los procesos de producción, las cadenas de suministro y la formación de capital humano. En este contexto los gobiernos y las autoridades fiscales y monetarias han tomado diferentes medidas para mantener la estabilidad económica.

Para este año, se prevé que la actividad global continúe la recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2020, ello ante el progreso en el desarrollo, producción, distribución y aplicación de vacunas que contrarresten de manera efectiva la alta propagación del SARS-CoV-2 y sus nuevas variantes; así como por la continuidad de medidas de estímulo fiscal y monetario en algunas de las economías más importantes.

No obstante, a finales del año pasado e inicios de este, distintas autoridades gubernamentales alrededor del mundo reimpusieron medidas de confinamiento ante un rebrote en los contagios por COVID-19. Asimismo, derivado en buena medida de diferencias en las estrategias de vacunación, incluyendo el acceso a las mismas, los perfiles de recuperación económica de los distintos países en lo individual podrían registrar divergencias importantes.

Los mercados financieros internacionales han exhibido un comportamiento positivo en lo que va de 2021, ya que se mitigaron algunos factores de incertidumbre política. Asimismo, los bancos centrales de países desarrollados mantuvieron sus tasas de interés en niveles históricamente bajos y reiteraron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado.

Para las economías avanzadas, se proyecta que la inflación se ubique por debajo de las metas de los bancos centrales, mientras que en las economías emergentes se estiman tasas de inflación a un nivel menor que su promedio histórico.

Así, las proyecciones más recientes realizadas por el FMI consideran una expansión en la economía global en 2021 de alrededor de 5.5 %.

Para la actividad económica de México, las cifras desestacionalizadas de la estimación oportuna del PIB para el cuarto trimestre de 2020 proyectan una contracción de 8.3 %.

Por su parte, el índice semanal de actividad económica que elabora el Banco de México sugiere que la actividad sufrió un descenso significativo durante el mes de enero y la primera semana de febrero de 2021. Esta información es consistente con el hecho que, hasta el 6 de febrero, 13 de las 32 entidades federativas en el país permanecen en semáforo rojo y 17 en naranja, por lo que el recrudecimiento de la pandemia ha afectado de manera negativa el cierre del año previo y el inicio de este.

Por el lado de la demanda agregada durante el último trimestre de 2020 las exportaciones también registraron un crecimiento positivo respecto al trimestre previo, aunque de magnitud más moderada. Con ello, el valor de las exportaciones a diciembre se ubicó 5.4 % por arriba del valor registrado en febrero del mismo año. Por su parte, si bien las importaciones también han mostrado una recuperación, esta ha sido relativamente más lenta, ubicándose en diciembre 0.9 % aún por debajo de su nivel de febrero de 2020 en términos desestacionalizados.

Con relación a la demanda interna, la más reciente información muestra que en noviembre pasado continuó la gradual recuperación del consumo privado con cifras desestacionalizadas. Lo anterior fue resultado de incrementos en el consumo de bienes y de servicios, no obstante, todos los indicadores muestran rezagos importantes respecto de los niveles previos a la pandemia.

Es de esperarse que para diciembre de 2020 y enero de 2021 la recuperación del consumo privado pierda dinamismo e incluso se llegue a contraer, en congruencia con el surgimiento de más casos de COVID-19 en el país y las medidas implementadas para su contención.

Con respecto a la inversión, este ha sido el rubro más débil de la demanda agregada, ello a pesar de haber mostrado incrementos marginales con cifras desestacionalizadas para el mes de noviembre de 2020. Sin duda su recuperación ha sido muy lenta y se ubica aún muy por debajo de los niveles registrados a principios del año pasado.

La información disponible hasta el momento indica que, dentro de la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se redujeron durante el cuarto trimestre del año pasado con respecto al trimestre previo. No obstante, la información de más alta frecuencia sugiere cierta fragilidad en el margen durante los primeros meses de este año en los indicadores de empleo y demanda agregada, a pesar del buen desempeño del sector exportador en el país. Así las condiciones de holgura en la economía se mantienen aún muy por debajo de los niveles alcanzados a inicios de 2020, debido a que la velocidad en el cierre de las brechas parece haber disminuido.

En lo que va del año el tipo de cambio del peso frente al dólar ha oscilado en un rango de 19.60 y 20.58, mientras que el IPC de la bolsa mexicana de valores se mantuvo prácticamente sin cambios, además se observó un incremento generalizado en el porcentaje de tenencia de los fondos globales de la deuda soberana de México. Por su parte, se registró un incremento en los precios del petróleo ante la mejora de las perspectivas de crecimiento de mediano plazo y por datos de inventario de petróleo en Estados Unidos menores a los esperados.

Respecto a la evolución de los mercados financieros en México, se observó que en los últimos dos meses ha habido una disminución en las tasas de la curva de rendimientos con una concentración en el nodo de mediano plazo, lo que ha provocado un aplanamiento en la parte corta. En ese mismo sentido, la curva de prima de seguro por incumplimiento de México se encuentra en niveles prácticamente iguales a los

observados a finales de febrero de 2020; esto se debe principalmente al sentimiento de menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.

Si bien las fuentes internas de recursos financieros mantuvieron un nivel elevado durante el cuarto trimestre del año pasado, el financiamiento interno se contrajo durante tres trimestres consecutivos tanto a empresas grandes como de menor tamaño. Además, de acuerdo con la encuesta EnBan las expectativas de aprobación de crédito para el primer trimestre de 2021 prevén un estrechamiento.

Al mismo tiempo, las tasas de interés asociadas al crédito bancario han seguido el comportamiento general de la tasa de fondeo bancario, lo cual influye en las condiciones crediticias tanto de los hogares como de las empresas, en una situación en donde la existencia de liquidez contribuye al sano funcionamiento del sistema financiero.

Asimismo, se observa que las primas por compensación por inflación implícitas en los diferenciales entre tasas nominales y reales para el plazo de tres años es de 3.34 %, ubicándose por debajo de su promedio histórico.

En materia de precios en el país, al cierre de enero de 2021 la inflación general anual se sitúo en 3.54 %, lo que significó un incremento respecto al 3.15 % alcanzado el mes previo. Este repunte rompe las disminuciones observadas en los meses de noviembre y diciembre, aunque se encuentra por debajo del máximo nivel registrado durante todo el año pasado, ubicado en 4.09 % en el mes de octubre. El incremento se explica principalmente por los aumentos en sus dos componentes, siendo el no subyacente el que mayor incidencia presentó.

La inflación subyacente anual se ubicó en 3.84 %, lo que representó un incremento de 4 puntos base respecto al nivel registrado en diciembre del año pasado. Este incremento marginal se explica por una reducción en la disminución en los precios de los servicios turísticos y el transporte aéreo, y por las disminuciones en la variación anual de los precios de las mercancías, especialmente por los menores incrementos en los precios de las mercancías alimenticias.

Ambos efectos reflejan, en cierta manera, que el choque por la pandemia que afectó a la recomposición de los patrones de gasto entre servicios y mercancías se están empezando a desvanecer en la dinámica de los precios entre estos dos rubros.

Por su parte, la inflación no subyacente se ubicó en 2.63 %, lo que representó un incremento de 145 puntos base respecto al nivel registrado en diciembre del año previo. Este incremento se explica por dos efectos: los incrementos significativos en la variación anual de los precios de los energéticos; particularmente por los mayores incrementos en los precios de las gasolinas y el gas LP, y las disminuciones relevantes en la variación anual de los precios de los bienes agropecuarios; especialmente por las mayores reducciones en los precios de las frutas y verduras.

Respecto al componente energético, la recuperación de los precios del petróleo puede representar una presión inflacionaria. Sin embargo, existen mitigantes como el acuerdo emitido por la SHCP desde marzo de 2019 para disminuir las cuotas del IEPS aplicables a los combustibles y estabilizar los precios de las gasolinas.

Hacia delante y hasta abril de este año, es previsible que el rubro de la inflación no subyacente a tasa anual, en particular el componente energético, registre incrementos significativos que puedan incluso provocar que la inflación general llegue a alcanzar niveles por arriba del 4 %. No obstante, no se debe de perder de vista que este es un efecto aritmético por la baja base de comparación de abril de 2020, en donde los precios de estos bienes sufrieron disminuciones muy importantes debido a los efectos de la pandemia sobre la actividad económica global.

Ponderando todos los elementos anteriores, considero que el balance de riesgos de la actividad económica nacional ha mejorado en el margen, aunque todavía se encuentra sesgado a la baja y sujeto a un nivel elevado de incertidumbre asociado principalmente al debilitamiento en la actividad económica en diciembre y enero pasado, por el recrudecimiento de la pandemia en el país y por la incertidumbre asociada a su duración y evolución futura.

Por su parte, el balance de riesgos de la inflación y del sistema financiero nacional se ha mantenido estable. Ello, a pesar del ligero repunte que se observó en la inflación el primer mes de este año, debido principalmente a aumentos en la parte no subyacente que por definición son efectos transitorios, por lo que se espera que estos se desvanezcan en el mediano plazo y no generen efectos de segundo orden.

Con base en todos los elementos mencionados, considero que los determinantes del crecimiento de los precios en el país están alineados hacia la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta. Además, de acuerdo con la última encuesta del Banco de México, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo no indican una dinámica ascendente, mientras que las primas de compensación por inflación implícitas en los diferenciales entre tasas nominales y reales se han mantenido estables. De esta manera, las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas.

La pausa realizada al ciclo de recortes en la tasa de referencia objetivo permitió confirmar el desvanecimiento de las presiones inflacionarias que se presentaron a mediados del año pasado principalmente por la severidad de los choques de oferta, demanda y financieros que enfrentamos. Mientras que la información disponible durante el primer mes de 2021 y las perspectivas hacia delante no muestran elementos suficientes para vislumbrar una dinámica creciente de precios que provoque incumplir con el mandato de estabilidad de precios del Banco de México.

Dadas las condiciones mencionadas, considero que en esta ocasión se nos presenta una ventana de oportunidad específica, dentro del horizonte en el que opera la política monetaria, que permita disminuir los costos inherentes en el sistema financiero y en la actividad económica que surgen de mantener una postura monetaria restrictiva ante un nuevo panorama económico nacional con mayores condiciones de holgura. Con base en ello, mi voto es a favor de disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en 25 puntos base, para situarla en 4 %.

En las decisiones futuras que tome la Junta de Gobierno será fundamental vigilar cuidadosamente que los determinantes del crecimiento en los precios se encuentren alineados hacia la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta, ello con el objetivo que el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos no se vean comprometidos.

En este sentido, considero primordial que hacia delante la política monetaria opere de manera responsable, oportuna y efectiva, incorporando toda la información disponible, especialmente sobre la evolución de los factores que inciden en la inflación, en su trayectoria y en sus expectativas.

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

De acuerdo con la información más oportuna, la economía mundial continuó recuperándose a un ritmo mayor al anticipado por la mayoría de los analistas. Este dinamismo se refleja, por ejemplo, en la producción industrial global y en el volumen de comercio internacional, los cuales ya han recuperado sus niveles pre-pandemia.

Si bien la evolución reciente de la pandemia ha dado lugar a nuevas medidas de distanciamiento social en varios países, los pronósticos de crecimiento para 2021 han mejorado. Ello se debe a la expectativa de avances importantes en los programas de vacunación en varios países, a la posibilidad de un mayor estímulo fiscal en Estados Unidos, así como a la previsión de que se mantengan políticas monetarias altamente acomodaticias por un periodo relativamente largo.

La inflación de economías avanzadas continúa en niveles bajos y ha permanecido relativamente estable en meses recientes, si bien se espera que durante este y el próximo año la inflación comience a converger hacia su nivel objetivo. En este contexto, los bancos centrales de estas economías reiteraron que continuarán con tasas de referencia bajas y con programas de compras de activos por un tiempo prolongado. De esta forma, tanto el mercado como los analistas anticipan que la tasa de referencia de la Reserva Federal, al igual que la de otros bancos centrales, se mantenga sin cambios durante 2021 y 2022.

En cuanto a las expectativas de inflación de mediano plazo en Estados Unidos, estas han venido incrementándose en concordancia con los cambios en los objetivos de política monetaria de la Reserva Federal que, en esencia, permitirán que la inflación se ubique por encima del 2 % por algún tiempo. Con este cambio de política, una mayor inflación no se traducirá inmediatamente en mayores tasas de interés nominales, lo cual le permitirá a dicho organismo mantener tasas de interés reales bajas, o incluso negativas, por un periodo más largo.

Por su parte, en las economías emergentes la inflación permanece en niveles relativamente bajos, si bien en meses recientes se ha presentado una cierta heterogeneidad. En general, los bancos centrales de estos países continuaron con posturas sumamente acomodaticias, donde la mayoría mantiene una tasa real *ex ante* negativa. Además, durante 2021 se espera que las tasas de referencia de la gran mayoría de los bancos centrales de países emergentes permanezcan en los bajos niveles actuales.

Desde nuestra última reunión, los mercados financieros tuvieron un comportamiento positivo. Los índices accionarios alrededor del mundo registraron ganancias, las divisas de economías emergentes se apreciaron y, en general, se registró un mayor apetito por riesgo en los mercados globales. Esto último se vio reflejado en un incremento moderado en las tasas de interés de los bonos gubernamentales, especialmente en plazos mayores, al tiempo que los diferenciales de bonos corporativos registraron disminuciones. Asimismo, los precios de las materias primas se incrementaron en sintonía con una mayor demanda por estos productos.

Lo anterior se explica por el desenlace favorable de distintos elementos de incertidumbre que habían venido incidiendo negativamente sobre los mercados financieros internacionales. Uno de ellos fue el desarrollo exitoso de distintas vacunas y el inicio de los programas de vacunación en varios países. Un segundo aspecto favorable fue la culminación del proceso electoral en Estados Unidos a principios de año. Los resultados de la elección presidencial y el cambio en la composición del Senado han favorecido la expectativa de un estímulo fiscal adicional. Finalmente, en el periodo también se logró llegar a un acuerdo de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Hacia delante, se espera que los mercados financieros continúen mostrando un comportamiento positivo a la par del avance en el proceso de vacunación en el mundo, la reapertura de actividades económicas y la continuación de los estímulos fiscales y monetarios. Desde luego, este escenario está sujeto a riesgos, entre los que destaca la posibilidad de retrasos en la producción y distribución de vacunas o un aumento en la propagación de las nuevas variantes del virus SARS-CoV-2.

En cuanto a México, la actividad económica ha seguido recuperándose. El importante crecimiento del tercero y cuarto trimestres de 2020 compensó parcialmente la fuerte caída que se registró en el segundo trimestre. En su comparación anual, el PIB de 2020 disminuyó en 8.3 %, lo que representó un mejor desempeño al anticipado por la mayoría de los analistas, quienes pronosticaban a mediados del año pasado una caída de hasta 12 %. Al cierre de 2020, la economía ya se encontraba únicamente en 4.5 % por debajo de su nivel de 2019.

A nivel sectorial, el sector primario tuvo un buen desempeño al crecer 2 % a tasa anual, mientras que el sector secundario fue el que más cayó con un -10 %, seguido del sector terciario con -7.7 %. No obstante, las actividades secundarias se recuperaron más rápido que las terciarias, ya que para el cuarto trimestre del año la tasa de crecimiento anual de la industria era de solo -3.3 %, mientras que la de los servicios se mantuvo rezagada en -5.1 %.

Con respecto a los componentes de la demanda agregada, el sector externo ha tenido una recuperación vertiginosa, impulsado, en particular, por las exportaciones manufactureras hacia Estados Unidos. Por su parte, los componentes del consumo se han comportado en forma muy heterogénea. Mientras que el consumo de bienes no duraderos se ha recuperado a buen ritmo y ya alcanza niveles pre-pandemia, el consumo de servicios y de bienes duraderos permanece deprimido. En enero, por ejemplo, las ventas internas de vehículos ligeros registraron por cuarto mes consecutivo una caída importante del -20 %. Por su parte, la inversión continúa sumamente débil y la mayoría de sus componentes permanecen cerca de 15 % por debajo de los niveles de actividad pre-pandemia, con excepción de la construcción residencial. En este contexto, la economía continúa operando con un amplio nivel de holgura, la cual se estima en alrededor de 8 %.

Por otro lado, el financiamiento interno al sector privado continuó decreciendo de manera preocupante. A diciembre de 2020 el financiamiento al consumo muestra una contracción de -8.1 % a tasa anual, mientras que para las empresas es de -4.3 %. Sin embargo, lo más preocupante sigue siendo lo relativo al crédito a las pymes, el cual continúa fuertemente deteriorado y no muestra señales de recuperación en el margen. Si bien la banca de desarrollo ha venido ejerciendo programas de garantías para apoyar el crédito a empresas, una parte importante de estos estímulos ha quedado sin asignarse. La caída en el crédito a las pymes podría explicarse en parte a factores de oferta y en parte a que los términos de los créditos ofrecidos parecen seguir siendo poco atractivos, dadas las condiciones de la economía.

En cuanto a la inflación en México, esta cerró 2020 en 3.15 %. Cabe resaltar que esta cifra representó un comportamiento muy favorable comparada con los pronósticos de cierre que se tenían unos cuantos meses atrás. Todavía en octubre los analistas esperaban una inflación de cierre de 2020 de 3.95 %. Al buen comportamiento de la inflación general contribuyeron destacadamente los servicios, que cerraron el año con una inflación inferior a 2 %, así como los energéticos que terminaron el año con una deflación de -2.5 %.

La inflación general aumentó en enero a 3.54 %. Los precios de la gasolina y del gas LP mostraron incrementos impulsados por sus referencias internacionales, lo cual explica la mayor parte del incremento en la inflación general observado en dicho mes. Sin embargo, como era de esperarse, en febrero la SHCP anunció la entrada en vigor de estímulos para contener los incrementos en el precio de la gasolina. En contraste con la inflación no subyacente, el componente subyacente permaneció bien comportado a principios de año. En efecto, el incremento mensual de este componente en enero fue de solo 0.36 % y estuvo en línea con su promedio histórico. Esto implica que, en el margen, la inflación subyacente continúa bien comportada, aunque en su comparación anual sigue siendo afectada por los incrementos del año pasado asociados a la pandemia.

Hacia adelante, se prevé que los precios continúen con un buen comportamiento. Sin embargo, la tasa de inflación anual se verá afectada en el segundo trimestre por un efecto de base comparación. Dichas fluctuaciones no deben distraer de lo verdaderamente importante, esto es, del comportamiento favorable de los precios que se viene registrando desde hace varios meses. Si bien en enero se observó un aumento de los energéticos, no debe perderse de vista que la política de precios de estos productos por parte del gobierno federal puede contribuir a mantener a la inflación bajo control en los meses por venir.

Desde luego, este escenario está sujeto a riesgos. A la baja, destaca la posibilidad de una mayor apreciación del tipo de cambio derivado de una mejoría en el apetito por riesgo en los mercados financieros, o que se materialice una mejoría en la percepción de la posición fiscal relativa de México. Asimismo, existe la posibilidad que, dada la profundidad y persistencia de la holgura en la economía, se ejerza una mayor presión a la baja sobre los precios. Al alza, destaca la posibilidad de mayores aumentos en precios internacionales de algunos productos, incluyendo a los energéticos.

En lo que respecta a las expectativas de inflación de los analistas, estas se mantienen bien ancladas tanto para el mediano como para el largo plazo, aunque por encima de la meta inflacionaria. Por su parte, las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado se encuentran muy cerca de sus niveles

históricos más bajos. De hecho, el promedio de estas expectativas de 1 a 10 años es de 3.01 %, es decir, prácticamente idéntico a la meta puntual del Banco Central. Cabe mencionar que estos niveles tan bajos de expectativas inflacionarias no se observaban en el país desde 2013.

En este contexto, desde nuestra última reunión los mercados financieros nacionales tuvieron un comportamiento favorable, preservando y, en algunos casos, profundizando las ganancias que se habían venido registrando desde mayo pasado. Así, el índice de la bolsa de valores aumentó y las tasas de interés disminuyeron, al tiempo que el tipo de cambio permaneció en un nivel similar al de diciembre, si bien mostrando un cierto rango de variación en el periodo. Por su parte, la prima de riesgo soberano continuó disminuyendo y permaneció en niveles bajos.

Una clave importante en el desempeño favorable de los mercados financieros nacionales ha sido sin duda la preservación de sólidos fundamentos macroeconómicos del país. En este sentido, es importante mencionar que la posición fiscal de México se ha visto favorecida en términos relativos derivado del endeudamiento en el que incurrieron la mayoría de los países en 2020, en contraste con lo observado en el país. De acuerdo con indicadores estructurales de finanzas públicas, como el balance presupuestario y la deuda pública como porcentaje del PIB, México saldrá de la pandemia con una mejor situación que buena parte de los países emergentes e incluso con respecto a países con calificaciones crediticias más altas. Este resultado, en conjunto con el desempeño favorable de la inflación en los dos últimos años, revela el compromiso de las autoridades económicas por preservar los fundamentos económicos del país.

En el contexto de la coyuntura antes descrita, mi voto es a favor de una disminución de 25 puntos base en la tasa de interés de referencia para situarla en un nivel de 4 %. Considero que este movimiento puede contribuir a fortalecer el proceso de recuperación económica sin poner en riesgo la consecución del objetivo de inflación del Banco de México.

Debe señalarse que este ajuste no debe ser interpretado como el fin de la política de relajamiento monetario que se ha venido implementando desde hace varios meses. De hecho, varios indicadores sugieren que dicha flexibilización es todavía insuficiente. En primer lugar, México sigue distinguiéndose por ser de las pocas economías en el mundo con una tasa de interés real *ex ante* positiva. La gran mayoría de los bancos centrales disminuyeron durante 2020 sus tasas de referencia de manera sustancial, alcanzando en muchos casos tasas de interés reales negativas. Esto sucedió no solo en economías avanzadas como es usual durante las recesiones, sino también en economías emergentes similares a México. Actualmente, por ejemplo, la tasa real *ex ante* de Chile es -2.5 % y la de Colombia es -1 %, mientras que la de México se encuentra entre 0.75 % y más de 1 %, dependiendo de la medida de inflación esperada que se utilice para calcularla.

Cabe recordar que la tasa real *ex ante* es sumamente importante para las decisiones de inversión y consumo que realizan empresas e individuos y, por lo tanto, es un determinante clave de la demanda agregada en la economía. Cuando la economía experimenta una recesión, como en la actual coyuntura, y la tasa real no disminuye lo suficiente como para incentivar la demanda agregada, se corre el riesgo de profundizar y prolongar una frágil situación económica con los consecuentes costos económicos y sociales.

En segundo lugar, las variables que usualmente dependen del nivel de las tasas de interés son las que actualmente exhiben el peor desempeño en la economía. Por ejemplo, las ventas de vehículos ligeros, que usualmente se realizan a través de un crédito, exhiben una contracción de -20 % a tasa anual; las compras con tarjetas de crédito permanecen 10 % por debajo de su nivel previsto; el crédito a las pymes exhibe una contracción de -8 % real anual, y la inversión en noviembre de 2020 fue todavía 12 % inferior en términos reales a la inversión realizada en el mismo periodo de 2019.

Finalmente, la necesidad de una mayor flexibilización monetaria se manifiesta en la diferencia en los ritmos de recuperación de la demanda interna en relación con la externa. Como sabemos, la demanda interna continúa mostrando una cierta debilidad, mientras que la demanda externa se ha recuperado de manera

acelerada. La diferencia en los ritmos de recuperación entre estos dos componentes de la demanda agregada tiene su origen en que la demanda interna es afectada directamente por la política monetaria doméstica que aún permanece restrictiva en relación con las condiciones económicas, mientras que la demanda externa se ve beneficiada por los estímulos fiscales y monetarios de otras economías.

Por todo lo anterior, considero que aún no es el momento de detener el proceso de relajamiento y que debemos mantenernos atentos a una nueva oportunidad para proseguir en esta ruta. Si bien es cierto que en los meses de marzo a mayo tendremos un cierto aumento en la inflación observada, también sabemos que este fenómeno será transitorio y que tiene su explicación en un efecto aritmético derivado de una baja base de comparación en 2020. Las previsiones internas ya publicadas anticipan que hacia el segundo semestre del año la inflación subyacente se ubicará alrededor de 3 % y que la inflación general también convergerá paulatinamente a este nivel. Por todo ello, considero que hacia delante existen las condiciones para retomar el proceso de flexibilización sin que ello signifique poner en riesgo la convergencia ordenada de la inflación hacia su meta.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Mi voto es por reducir en 25 puntos base el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarlo en 4 % debido a que todavía se requiere un mayor relajamiento monetario para apoyar la recuperación económica, la cual constituye el principal reto de la economía. Sin embargo, hay que actuar con cautela dado que nos adentramos cada vez más a una coyuntura en la que hay que evaluar límites de la política monetaria en varios frentes y riesgos asociados que pudieran mermar la credibilidad del Banco Central.

Todavía observamos una recuperación económica heterogénea, quebrantable y de largo plazo, para no repetir difícil, frágil y prolongada. La actividad económica se redujo en -8.5 % en 2020 y las expectativas para 2021 son relativamente bajas si tomamos en cuenta el efecto de base de comparación y la perspectiva de que la demanda externa continúe dinámica. En efecto, la recuperación será heterogénea con un sector externo fuerte, apoyado por la recuperación de la economía de Estados Unidos, pero con el consumo de los hogares y la inversión privada deprimidos y aún muy por debajo de los picos observados antes de la pandemia. Finalmente, el consumo e inversión públicos serán los componentes menos capaces para apoyar dicha recuperación en función de las restricciones fiscales que enfrentan.

La pandemia continúa su afectación a la población y a la economía con el agravante que la vacunación tomará tiempo antes de registrar la masa crítica necesaria para regresar a la normalidad. El número de contagios y decesos mensuales tuvo un nuevo máximo en enero y la trayectoria futura parece que no cederá por un tiempo. El regreso de semáforos rojos en muchas entidades federativas anticipa la posibilidad de registrar de nuevo una tasa negativa en la actividad económica en el primer trimestre del año. El programa de vacunación ha tenido un inicio incierto ante la falta de vacunas y la pobre organización para realizarlo. En el mejor de los casos empezaremos a ver su impacto más decisivo hacia el final del presente año y a principios del siguiente. Por mientras, se dificulta la recuperación en la actividad económica y se corre el riesgo de infundir un daño irreversible a muchas empresas y establecimientos. Aun en un escenario muy optimista de crecimiento de 6 % en 2021, el PIB se ubicaría -3 % por debajo del nivel de 2019.

El impacto de la pandemia ha sido drástico en el mercado laboral donde existe un desequilibrio significativo. Al cierre de 2020, se calculaban 19 millones de mexicanos con la necesidad de un trabajo de tiempo completo, de los cuales 2.1 millones tenía el estatus de desempleo abierto, 9.4 millones se encontraban desplazados de la fuerza de trabajo tradicional en desempleo encubierto y 7.5 millones trabajaban menos horas a la semana por razones de mercado, es decir, subempleados, ganando menos ingresos. La pandemia ha aumentado la precarización en el mercado laboral, lo que afectó principalmente a los trabajadores de salarios bajos, mujeres y jóvenes. Si bien, la tasa de desempleo extendido, que incluye las personas sin ocupación y los disponibles para trabajar, ha disminuido notoriamente desde abril, aun así alcanzó 17.9 % en diciembre, por encima de los picos registrados en cualquiera de las crisis anteriores.

Estas cifras señalan una disminución significativa en el ingreso personal disponible de las familias, lo cual está detrás de la dificultad en recuperar el consumo de los hogares.

A pesar de las distorsiones en los precios relativos de bienes y servicios ocasionadas por las políticas de confinamiento, la inflación se ha ubicado marginalmente por encima del objetivo puntual del Banco y se encuentra en la trayectoria prevista hacia la meta. El cierre de la inflación general en 3.15 % en 2020 fue una buena señal, aunque repuntó a 3.54 % en enero. Se anticipa una trayectoria convergente a la meta en el plazo en que opera la política monetaria, pese al repunte esperado de la inflación por los efectos base en abril y noviembre de este año. Un factor positivo es que los choques de oferta y demanda derivados de la pandemia han comenzado a desvanecerse y que la evolución futura de la inflación responderá más a las condiciones del ciclo económico. Se presentan señales de estabilización en los precios de mercancías alimenticias, los cuales reportaban aumentos cerca de 7 % en la última mitad de 2020, pero ahora empiezan a revertir esta tendencia. Esto se debe en parte a que se diluyó la carga impositiva por el IEPS a algunas bebidas con exceso calórico, bebidas alcohólicas y tabaco. También se percibe una importante desaceleración en los precios de servicios relacionados a actividades de recreación, educación y turismo debido al fuerte descenso en la actividad económica. La inflación no subyacente seguirá sujeta, como siempre lo ha estado, a fluctuaciones importantes, tal como sucedió en el alza de enero. Finalmente, las expectativas inflacionarias de corto y largo plazos se han moderado, pero siguen por encima de la meta inflacionaria.

Los mercados financieros, globales e internos, han mostrado un optimismo alentador que ha hecho disminuir las primas de riesgo crediticio. Los niveles de estas últimas mantienen su reversión a los niveles pre-pandemia. El tipo de cambio ha tenido un comportamiento favorable y de acuerdo a las expectativas de los analistas mantendrá un nivel alrededor de los 20 pesos por dólar para este año y el siguiente. Las entradas de capital extranjero en bonos gubernamentales han fluctuado, pero se han mantenido a un nivel adecuado, en un contexto de menor necesidad de ahorro externo, dadas las cifras superavitarias de la cuenta corriente. El entorno financiero internacional se ve favorecido por la perspectiva de la vacunación masiva, estímulos fiscales a nivel global para apoyar a actividad económica y el repunte esperado de China y Estados Unidos.

El panorama descrito sugiere, ante la falta de apoyo fiscal, profundizar el relajamiento monetario, como lo hemos recomendado reiteradamente. Efectivamente, la situación recesiva y la lenta recuperación que se anticipa demanda una acción decidida, al menos en la política monetaria. Queda claro que la política monetaria no es el instrumento ideal para impulsar la recuperación tan necesaria, pero es prácticamente todo lo que tenemos. Desde nuestra perspectiva, las posturas monetarias, absoluta y relativa, aún presentan cierto margen, para realizar esta reducción de la tasa de referencia. Pese a que no se conoce con precisión la magnitud de la tasa neutral de interés de corto plazo, la débil actividad económica sugiere que su nivel es bajo y permite la reducción propuesta. La política monetaria global altamente acomodaticia favorece tasas bajas internas y en la misma dirección apunta la reducción de la aversión al riesgo.

La postura fiscal no representa peligro alguno para la estabilidad de precios, incluso alivia las presiones al mantener una postura conservadora en precios públicos. Si bien la postura fiscal no ha sido contra-cíclica y por lo mismo no ayudará a la recuperación económica, ha sido sin duda una política conservadora al mantener un déficit reducido y un endeudamiento manejable. Esto implica que en el presente se disminuyan las presiones para incrementar el costo de los servicios públicos y que en un futuro no habrá la problemática que se genera con el endeudamiento excesivo, como seguramente la tendrán otros países del mundo. Este último factor contribuirá en alguna medida a aliviar presiones en el tipo de cambio y fomentará el sano desarrollo de los mercados financieros en el país. La postura de restricción fiscal, pese a que no contribuye a una recuperación más acelerada, sí constituye un elemento clave positivo para la estabilidad macroeconómica en estos momentos y no representa riesgo alguno.

Sin embargo, los beneficios de la postura más laxa son cada vez más marginales y esta puede traer consecuencias no deseadas para la estabilidad financiera. Pese a que las tasas de interés bajas ayudan a estimular el crédito, su efecto tiene rendimientos decrecientes. Un limitante al crecimiento del crédito es su

débil demanda para proyectos de inversión ante factores ajenos a la política monetaria, como la holgura económica y el ambiente de incertidumbre. Hay que tener presente que una postura demasiado laxa reduce el incentivo al ahorro y por ende, la disponibilidad de fondos para invertir, así como también afecta la rentabilidad del sistema bancario. Lo anterior, puede inducir a una flexibilización de los estándares crediticios por parte de los bancos lo que conllevaría a facilitar crédito a personas con débil situación financiera. Finalmente, la reducción de la tasa puede distorsionar la calibración de los riesgos implícita en los precios de los activos financieros de las empresas al inflar de manera artificial la valuación de empresas no rentables dada una menor tasa de descuento.

Reiteramos nuestra posición de la necesidad de mayor relajación monetaria, pero también que estamos conscientes de los límites y riesgos en el corto plazo. Como se apuntó, la inflación general ha tenido un comportamiento satisfactorio, pero hasta ahora su reducción se ha sustentado más en la inflación no subyacente y menos en la subyacente, pese a la amplia holgura económica. De igual manera, se anticipa un incremento en los salarios medios, en el contexto de una reducción generalizada de las utilidades de las empresas por la baja actividad económica. Ante esto, el hecho que las expectativas inflacionarias están por encima del objetivo refleja el riesgo de un desanclaje de las mismas y de la pérdida de credibilidad del Banco Central. En un escenario en donde se anticipa un crecimiento transitorio en la trayectoria de la inflación en los próximos meses, se debe de tener una mayor cautela al evaluar la conveniencia de aumentar el ritmo de relajación.

Una pausa puede ser cada vez más necesaria conforme pase el tiempo. Esta decisión será producto de una reflexión cuidadosa y, si se llega a tomar, conviene que sea en marzo y mayo. Esto justo antes que aparezca la burbuja en la inflación que se anticipa para el segundo trimestre y en un escenario en que no veamos una menor persistencia en la inflación en comparación a la trayectoria esperada. Desperdiciamos, desafortunadamente, las oportunidades que se presentaron en noviembre y diciembre para profundizar la postura acomodaticia y ahora enfrentamos una última ventana de oportunidad para instrumentar una mayor relajación monetaria que ayudará a mitigar los efectos de la recesión económica, antes de enfrentar un periodo que promete ser difícil. Ahora, por algunos meses hay que actuar con cautela dado que en la coyuntura pueden surgir límites a la política monetaria con riesgos significativos para el desanclaje de las expectativas inflacionarias y la credibilidad del Banco Central.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

La economía global moderó su ritmo de recuperación y las diferencias entre países y sectores continúan acentuándose. En términos generales, el comercio internacional y la producción industrial se han recuperado mientras que los servicios mantienen un panorama retador.

En enero, el FMI mejoró ligeramente sus estimados para la actividad económica global previendo una contracción del orden de 3.5 % para 2020, una expansión de 5.5 % para 2021 y mantuvo su expectativa de 4.2 % para 2022. De las economías avanzadas solo Estados Unidos lograría contrarrestar en 2021 la caída de 2020. En el bloque emergente, las estimaciones de una recuperación rápida para Asia contrastan con las de otras regiones, en particular América Latina, donde se espera una reactivación mucho más lenta.

La evolución de la pandemia y las medidas para contenerla continúan siendo el principal determinante del desempeño económico. En este sentido, la implementación de nuevas restricciones de movilidad en varios países apunta a que la debilidad de sus economías se extenderá al primer trimestre de 2021. No obstante, las expectativas de avance de los programas de vacunación y la aprobación de paquetes adicionales de estímulo fiscal sugieren un mayor dinamismo durante la segunda mitad de 2021.

De igual forma, persisten otros riesgos, entre ellos, el aumento significativo de las deudas gubernamentales y corporativas, un posible incremento en las quiebras de empresas afectadas por la pandemia, la presencia de burbujas accionarias, así como el agravamiento de conflictos geopolíticos y sociales. Ante la elevada incertidumbre, el balance de riesgos para el crecimiento global se mantiene sesgado a la baja.

La inflación en las economías avanzadas se mantiene por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, aunque en algunos países se ha observado una aceleración en la tasa de crecimiento de los precios. Ante los amplios programas de estímulo fiscal y monetario, destaca que en Estados Unidos las expectativas de inflación extraídas de instrumentos financieros se ubican en niveles superiores a los observados hace un año. En el bloque emergente, el comportamiento de la inflación permanece heterogéneo. Mientras que en algunas economías se mantiene favorable, en otras, las presiones al alza persisten ante incrementos en los precios de alimentos, el choque de oferta y la depreciación de sus divisas.

Ante este entorno, los bancos centrales de países avanzados han mantenido y reiterado su compromiso con mantener por un periodo prolongado sus posturas monetarias altamente acomodaticias, a la par de amplias facilidades de liquidez y medidas de acceso al crédito.

En particular, la FED reiteró que dejará inalterado el rango de la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 %, al igual que su programa de compra de activos, hasta que exista un progreso significativo en alcanzar sus objetivos de empleo e inflación.

Ante la prolongación de los estímulos monetarios y la expectativa de nuevos apoyos fiscales, particularmente en Estados Unidos, se observó un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. Los principales índices accionarios mostraron ganancias y los diferenciales de bonos corporativos disminuyeron mientras que las tasas de interés de valores gubernamentales y el dólar registraron ajustes acotados. En términos de flujo de cartera, la región asiática concentró la entrada. Asimismo, la mejora en las perspectivas económicas se reflejó en un aumento en los precios del petróleo.

En México, la información oportuna del PIB al cuarto trimestre de 2020 confirma que la reactivación económica continuó, si bien a un menor ritmo, dando como resultado una contracción anual de 8.3 %, la más severa en décadas.

En cuanto a la demanda, el buen desempeño de las exportaciones manufactureras supera incluso los niveles pre-pandemia. No obstante, resulta especialmente preocupante la debilidad del consumo y la inversión. La inversión privada ha sufrido una caída de 25 % desde 2018 mientras que la inversión pública registra una contracción de 54 % desde 2009. A ello es importante sumar los posibles impactos en la planta productiva derivados de la pandemia para estimar efectos permanentes en el crecimiento potencial. Por su parte, la recuperación del consumo continúa siendo débil, influenciada por la fuerte pérdida de empleos y el recrudecimiento de la pandemia, a pesar de niveles históricos de alrededor de 40 mil millones de dólares en remesas que recibieron miles de familias en este año.

En cuanto a la oferta, los datos oportunos a diciembre apuntan nuevamente a una caída en la actividad industrial y de servicios derivada de la reimposición de restricciones a la actividad en diversos estados, lo que refuerza la expectativa de una recuperación lenta y heterogénea entre sectores y regiones. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo y de capital todavía registran niveles inferiores, especialmente estas últimas.

En este entorno, las condiciones de holgura siguieron reduciéndose, si bien se espera que se mantengan amplias por un periodo prolongado.

En mercado laboral, la recuperación también ha perdido dinamismo. Las tasas de participación, desempleo y subocupación permanecen deterioradas. Los datos de empleo formal reflejan que los puestos de trabajo susceptibles a la interacción social continúan altamente afectados mientras que los empleos más vinculados a la demanda externa han superado sus niveles previos a la pandemia.

Desde nuestra última reunión, los mercados financieros locales presentaron un comportamiento mixto con ajustes acotados y condiciones de operación que permanecen deterioradas.

El índice de estrés de los mercados locales continúa reduciéndose, pero se mantiene elevado y su caída ha sido menor en comparación con la de índices similares en Estados Unidos y Europa. Asimismo, si bien los flujos de salida en valores gubernamentales de no residentes se han moderado, cerraron el año en un máximo histórico de casi 19 mil millones de dólares.

Los indicadores de riesgo soberano han seguido mejorando, influenciados por el mayor apetito por riesgo global. Sin embargo, las principales agencias calificadoras han advertido sobre el aumento de los riesgos idiosincráticos.

En cuanto al origen y destino de las fuentes de financiamiento, destaca el predominio de las fuentes internas sobre las externas y el creciente financiamiento al sector público mientras que el del sector privado siguió contrayéndose, tanto por una menor colocación de deuda como por un menor crédito bancario. Cabe mencionar que el estrechamiento de las condiciones generales han continuado disminuyendo y los índices de morosidad aumentando, principalmente en los créditos al consumo y empresas, si bien se mantienen en niveles bajos.

Por su parte, la inflación general aumentó de 3.33 a 3.54 % entre noviembre y enero, la no subyacente pasó de 2.33 a 2.63 % y la subyacente de 3.66 a 3.84 %. Al interior de esta última, el efecto del “Buen Fin” en las mercancías no alimentarias parece haberse desvanecido, lo que confirma su naturaleza transitoria, mientras que las disminuciones en los precios de los servicios se han moderado. En la no subyacente, destaca la importante aceleración en los precios de las gasolinas y el gas LP.

En consonancia, las expectativas para la inflación general para el cierre de 2021 se ajustaron de 3.6 a 3.66 % mientras que para mayores plazos se mantuvieron alrededor de 3.5 %.

Las previsiones para la inflación del Banco se incrementaron para todo el horizonte de pronóstico al incorporar una menor holgura a la prevista, una trayectoria más elevada de los precios de los energéticos y los incrementos al salario mínimo. No obstante, la trayectoria de la inflación sigue anticipando una dinámica descendente hacia la meta con un balance de riesgos que se mantiene incierto.

Lo anterior impone retos importantes en la estimación de su trayectoria futura y en la conducción de la política monetaria, por lo que resulta fundamental seguir un enfoque de administración de riesgos que privilegie la prudencia. En nuestra última decisión acordamos extender la pausa monetaria, lo que nos permitiría confirmar si la inflación, principalmente la subyacente, habría iniciado una tendencia decreciente.

Los datos más recientes indican que la inflación general en enero se situó en 3.54 %, ligeramente por encima de lo previsto. No obstante, ello responde principalmente a incrementos en la inflación no subyacente, en particular aumentos mayores a los previstos en energéticos, que no deben implicar presiones inflacionarias persistentes. Además, el repunte previsto en las proyecciones para los próximos meses responde principalmente a efectos de base de comparación.

Asimismo, si bien el pronóstico de crecimiento de la economía para 2021 mejoró entre diciembre y febrero, de 3.9 a 4.5 %, en el primer semestre se espera una recuperación más moderada, por las nuevas restricciones a la movilidad implementadas a inicios de año, y el balance de riesgos permanece sesgado a la baja.

Por lo que se refiere a la paridad cambiaria, después de episodios de volatilidad en 2020 en que superó los 25 pesos por dólar, hoy presenta un comportamiento relativamente estable alrededor de 20 pesos. A su vez, la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos favorece un ambiente de debilidad del dólar.

Por las razones expuestas, estimo que en este momento existe cierto margen para disminuir la tasa objetivo sin comprometer la trayectoria de la inflación hacia la meta en el segundo trimestre de 2022, por lo que mi

intención de voto es en favor de reducir la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para dejarla en 4 %.

Considero fundamental que el comunicado de política monetaria transmita el mensaje que la presente decisión no compromete la trayectoria descendente de la inflación hacia la meta en el horizonte de operación de la política monetaria y enfatice que, en el entorno de elevada incertidumbre que enfrentamos, esta decisión no constituye una guía de acciones futuras y que la Junta de Gobierno adoptará las medidas que resulten necesarias conforme a la información disponible.

Apuntalar la confianza del público en que las decisiones futuras de política monetaria mantendrán como prioridad la estabilidad de precios es la herramienta más eficaz para facilitar el ajuste ordenado de la economía ante choques reales. Para lograrlo, es imperativo seguir tomando las decisiones con base en nueva información, las trayectorias previstas para la inflación y su balance de riesgos.

Asimismo, es relevante mencionar que persisten riesgos externos e internos significativos que es indispensable dar seguimiento estrecho.

Por un lado, en el entorno externo, no pueden descartarse episodios de volatilidad derivados de factores comerciales, geopolíticos y financieros, que pudieran afectar el tipo de cambio. Ello resulta por demás relevante en una economía emergente pequeña y abierta sujeta a fluctuaciones cambiarias significativas que impactan la inflación, lo que obliga a una conducción cautelosa de la política monetaria.

Por su parte, los riesgos internos han retomado un impulso significativo. Como lo he mencionado en otras ocasiones, la sostenibilidad de las finanzas públicas continúa siendo el elemento más vulnerable del marco macroeconómico y algunos indicadores no reflejan adecuadamente los riesgos. Para 2021, el balance fiscal podría deteriorarse ante una menor actividad económica, requerimientos adicionales para capitalizar a Pemex, de materializarse recortes en la calificación soberana, así como por mayores presiones de gasto asociadas a la prolongación de la pandemia, todo ello ante el agotamiento de fondos de contingencia.

Respecto a la inflación, desde mediados de 2018 se ha observado una fuerte resistencia de la subyacente a disminuir a pesar de la amplia holgura. Al respecto, es prematuro suponer que la gradual reversión de los cambios en los precios relativos de mercancías y servicios derivados de la recomposición en los patrones de consumo por la pandemia necesariamente se traducirá en menores presiones inflacionarias.

Por lo que se refiere al tipo de cambio, la trayectoria prevista en los escenarios de convergencia se mantiene por debajo de su tendencia de largo plazo. Adicionalmente, factores como la reducción en la calificación soberana, el proceso electoral de junio y políticas públicas internas que generan incertidumbre podrían ejercer presiones cambiarias e imponer mayor estrés sobre la postura monetaria.

Finalizo con una reflexión sobre el rol de la política monetaria ante los choques que enfrentamos y que preocupa a todos. Sin duda, una política monetaria acomodaticia puede ayudar a reactivar la economía pero, por sí sola, no puede resolver el problema; debemos reconocer su alcance y sus límites.

La evidencia muestra que ante las circunstancias actuales es falsa la premisa que un relajamiento monetario adicional se traduciría en un impulso significativo de la actividad económica.

La atonía de la inversión privada observada desde 2018 responde principalmente a factores institucionales y estructurales, ajenos y fuera del alcance de la política monetaria. Destaca que entre 2016 y 2018 la tasa de referencia aumentó 500 puntos base para llegar a 8.25 % y fue entonces cuando la inversión privada bruta alcanzó su nivel máximo, mientras que de entonces a la fecha esta se ha contraído en 25 % en términos reales. Por ello, la reactivación económica requiere necesariamente de acciones en el ámbito del Estado de derecho, certeza jurídica, seguridad y combate a la corrupción e impunidad. A manera de ejemplo,

destacan tres eventos que desde nuestra última reunión han afectado considerablemente la confianza de los inversionistas y la comunidad financiera internacional.

En primer lugar, la iniciativa para modificar la Ley del Banco de México para la compra de dólares en efectivo, que ha generado una gran preocupación respecto a las posibles implicaciones para el Banco Central. Si bien las medidas anunciadas recientemente por el Banco y las demás autoridades financieras apuntan a resolver los problemas que alude la iniciativa, en tanto continúe en el proceso legislativo sus riesgos no se habrán disipado.

En segundo lugar, la iniciativa preferente que envió el Ejecutivo Federal sobre la Ley del Sector Eléctrico, que *de facto* modifica unilateralmente las reglas vigentes en contratos nacionales e internacionales y cancela la transición hacia energías limpias, vulnerando compromisos internacionales.

Y, por último, la inesperada suspensión de las licitaciones carreteras en curso bajo el esquema de asociaciones público-privadas cuya inversión ascendía a 14 mil millones de pesos, para dar preferencia a entidades públicas.

Por su parte, el margen de maniobra de la política monetaria para impulsar el consumo es sumamente limitado en ausencia de apoyos fiscales, que eviten el cierre de empresas, pérdida de empleos y la consecuente disminución del crédito a hogares y empresas, sobre todo pymes, por el incremento en la percepción de riesgo de las instituciones financieras. Resulta por demás valioso el esfuerzo del Gobierno Federal por mantener un balance público responsable, pero sería deseable observar, dentro de los límites de responsabilidad fiscal, una reasignación presupuestal que permitiese atender las necesidades contingentes.

En mi opinión, la política monetaria instrumentada por el Banco de México, tanto a través de la tasa de referencia como de las demás medidas para proveer liquidez y facilitar el otorgamiento de crédito, ha permitido contribuir eficientemente a enfrentar los choques derivados de la pandemia en el ámbito de su competencia.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La economía global sigue enfrentando los retos asociados a la pandemia. Si bien en los últimos meses se han tenido buenas noticias respecto a los avances en cuanto a las vacunas, diversos países atraviesan por un aumento significativo de contagios y han vuelto a adoptar medidas de distanciamiento y restricciones a la movilidad. Esto ha puesto mayor presión en la producción y distribución de vacunas. Estas condiciones son un factor de riesgo para la recuperación económica que se venía consolidando desde la segunda mitad del 2020. Además, pone mayor presión en las medidas de apoyo a hogares y empresas, con la expectativa que se prolonguen los estímulos fiscales y monetarios en las principales economías avanzadas.

Las contracciones económicas registradas en 2020 están asociadas a la severidad de las afectaciones por la pandemia y las diferencias en cuanto a los programas de apoyo puestos en marcha. Las economías con apoyos significativos al empleo, al gasto de hogares y empresas, principalmente en economías avanzadas, presentaron contracciones en 2020 menores a lo originalmente esperado.

Desde el inicio de la pandemia, los flujos de capital a las economías emergentes y los términos y condiciones de acceso a los mercados han estado influidos significativamente por tres factores externos.

Por una parte, el apetito por riesgo global. Después de un marcado deterioro en marzo y abril del año pasado, este ha mostrado una tendencia favorable, con el soporte de las medidas de apoyo puestas en marcha en las principales economías avanzadas y la reapertura de diversos sectores productivos. No obstante, el aumento en los contagios en diversos países y los retos en los avances en los programas de vacunación, ha propiciado episodios de volatilidad y renovado las expectativas de mayores estímulos.

En segundo lugar, las condiciones de liquidez y el comportamiento de la curva de rendimientos en el mercado estadounidense. Después de la volatilidad de marzo y abril, los mercados internacionales se han beneficiado de las medidas de apoyo de la Reserva Federal, que ante la severidad del choque asociado a la pandemia proveyó de amplia liquidez y propició una marcada reducción en las tasas de interés en todos sus plazos. No obstante, las de mayor plazo han repuntado ante la perspectiva de mayores estímulos fiscales y sus efectos sobre la demanda agregada y los precios, la tasa a 30 años pasó de niveles inferiores a 1.2 % en agosto de 2020 a 1.97 % a principios de febrero de 2021.

Por último, las recientes medidas para integrar el sector financiero chino en los mercados internacionales. En particular, su inclusión en índices de renta fija globales, en combinación con tasas de interés superiores a las de todas las economías avanzadas y múltiples economías emergentes y un reducido riesgo cambiario, ha propiciado una significativa recomposición de flujos de capital hacia la economía china. Ello tanto por una creciente participación del renminbi en los activos de reserva, como por el creciente interés en dichos activos por los portafolios dedicados a economías emergentes.

El contexto antes descrito plantea retos considerables para todas las economías emergentes, ya que las condiciones financieras globales operan como una restricción adicional sobre el ajuste interno en dichas economías. Las cuales, además enfrentan múltiples retos asociados a la pandemia y con un espacio de política limitado. Para los mercados financieros nacionales y la economía, en adición a la importante influencia de la curva de rendimientos norteamericana como la curva libre de riesgo, ahora se agregan de manera parcial, las condiciones financieras en otras economías, especialmente la china como un destino alternativo para los flujos de capital, tiene el *carry-to-risk* más alto entre las economías emergentes después de Turquía.

En este contexto, un elemento de incertidumbre sobre los mercados financieros internacionales serán los efectos de posibles apoyos fiscales adicionales y sus efectos sobre la actividad económica y los precios. Al respecto, el FMI prevé un crecimiento en Estados Unidos de 5.1 % en 2021, y la inflación esperada de 5 años en 5 años superó 2.3 % a principios de febrero. Ello en contraste con la zona euro y Japón, donde dicho indicador de inflación esperada es de 1.34 y -0.13 %, respectivamente.

No obstante, los bancos centrales de las principales economías avanzadas consideran que persistirá la debilidad de la demanda y que la inflación general y subyacente se mantendrá en niveles bajos e inferiores a sus metas por un tiempo prolongado. Por ello, han reafirmado que mantendrán tasas de política monetaria en niveles cercanos a cero, y algunos han reforzado las medidas para estimular la demanda agregada y evitar un entorno deflacionario.

El entorno global es marcadamente incierto, desde las perspectivas asociadas a los contagios, los avances en las campañas de vacunación, la aprobación de diferentes medidas de gasto público y sus efectos en la demanda agregada y los precios. Estos factores podrían dar como resultado una recuperación heterogénea entre países y regiones, con crecientes diferencias en las perspectivas de inflación y con episodios de volatilidad y ajustes en los mercados financieros.

En cuanto a las economías emergentes, y considerando la magnitud de los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia, la política monetaria debe contribuir a mantener una inflación baja y alrededor de su meta, propiciar un adecuado funcionamiento de los mercados financieros, estabilidad en el sistema financiero y contribuir a una recuperación económica sostenida. Para ello, es importante que el comportamiento de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos propicie un ajuste ordenado: en los diferentes rubros de gasto, en los mercados financieros nacionales y en los flujos de capital externos. Dicho ajuste debe considerar las condiciones financieras externas relevantes y el comportamiento de las primas de riesgo internas de mediano y largo plazo.

En las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es aún más importante mantener un entorno macroeconómico estable, tanto para atraer y retener capital, como para contar con las condiciones financieras necesarias para un ajuste ordenado en la economía. Ante las afectaciones por la pandemia son claras las ventajas de tener un ajuste sostenible a la baja de toda la curva de rendimientos.

Por lo que toca a la política monetaria, la pandemia ha implicado importantes choques financieros, de oferta y de demanda, que han implicado una contracción económica significativa y cambios de precios relativos profundos. En relación con esta última, se presentaron presiones al alza sobre la inflación de las mercancías, especialmente las alimenticias, y a la baja sobre la de los servicios. Ello en un contexto de depreciación del tipo de cambio, presiones en los ingresos fiscales y reducciones y retos en la calificación crediticia soberana.

En este entorno, la política monetaria se ha orientado a permitir el ajuste de precios relativos evitando un deterioro de las expectativas de inflación y de la formación de precios, a fin de mantener sostenidamente una inflación baja y estable, y reducir las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos. Dicha estrategia ha permitido menores tasas de interés a lo largo de la toda la curva de rendimientos y las reducciones en las de largo plazo se comparan favorablemente respecto de las registradas en otras economías emergentes.

En México, después que los efectos directos e indirectos de la pandemia propiciaron una profunda contracción económica en el segundo trimestre del 2020 en -16.95 % trimestre a trimestre, ajustado por estacionalidad, registró una recuperación considerable en el tercero en 12.12 % trimestre a trimestre, ajustado por estacionalidad, y esta se desaceleró hacia el cuarto en 3.08 % trimestre a trimestre, ajustado por estacionalidad. Las cifras oportunas muestran que para todo el año la economía se contrajo 8.5 %, ajustado por estacionalidad.

Por el tipo de choques que la pandemia ha implicado para la economía, la recuperación ha sido marcadamente diferenciada entre sectores. Con cifras a noviembre y considerando su peso en la actividad agregada, solo el 12.1 % de los subsectores de actividad habían recuperado o superado el nivel de actividad mensual previo a la pandemia, mientras que el 64.4 % registra una contracción no mayor al 5 %, y el 23.5 % aún mantiene un nivel de actividad mensual inferior a sus niveles previos a la pandemia de más de 5 %.

Después que la producción industrial presentó una marcada contracción en abril, se ha venido recuperando, a noviembre acumula 6 meses con variaciones mensuales positivas y una contracción anual de 3.25 %, ajustado por estacionalidad. Al interior, las manufacturas mostraron un comportamiento similar y registraron una contracción anual en noviembre de 1.16 %, ajustado por estacionalidad. Las afectaciones en la construcción y servicios son mayores, manteniendo una contracción anual de 7.97 y 4.49 %, respectivamente, ajustados por estacionalidad. En los servicios destaca un comportamiento diferenciado, donde los que se prestan de manera presencial han mostrado afectaciones muy persistentes, como los servicios de alojamiento y preparación de alimentos, los de esparcimiento y los de transportación e información, con contracciones anuales en noviembre de 41.68, 17.39 y 10.51 %, respectivamente, ajustados por estacionalidad.

Por el lado de la demanda interna, persisten las afectaciones al consumo y a la inversión. El consumo privado en noviembre aún mantenía una importante contracción anual de -6.56 %, ajustado por estacionalidad, y las importaciones no petroleras de bienes de consumo registraron una contracción anual de 29.34 % en octubre, ajustado por estacionalidad. La inversión en noviembre todavía registró una importante contracción anual de 11.35 %, ajustado por estacionalidad.

El componente de la demanda agregada que más ha contribuido a la recuperación económica son las exportaciones, especialmente las manufactureras, que en diciembre ya mostraban un crecimiento anual de 8.84 %, ajustado por estacionalidad. En este sentido, ante la previsión que se aprueben mayores estímulos

fiscales en la economía norteamericana, se prevé que la demanda externa siga siendo un importante impulso para la recuperación económica en México.

La recuperación de las exportaciones y la marcada debilidad en las importaciones han propiciado un significativo superávit en la balanza comercial, 4,154.1 millones de dólares en 2020. También destacan por su fortaleza los ingresos por remesas, que en 2020 acumularon 40,606.6 millones de dólares.

Entre febrero y abril la ocupación formal e informal se redujo en 12.5 millones de personas y, si bien entre mayo y octubre esta aumentó en 9.7 millones de personas, en noviembre y diciembre se redujo en 130,000 personas. Cabe señalar que con cifras ajustadas por estacionalidad, al cierre de 2020 los puestos de trabajo afiliados al IMSS se ubicaron 3.38 % por debajo de los registrados en febrero, 786,693 empleos.

Considerando la importante contracción económica registrada, y a pesar que la información disponible apunta a una recuperación económica a un ritmo mayor en el 2021, se prevé que se mantendrá una importante holgura en la economía en el horizonte de pronóstico.

La actividad económica se mantiene sujeta a importantes riesgos, entre los que destacan: que se recrudezcan las afectaciones de la pandemia en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; afectaciones en el suministro de insumos para la producción; volatilidad en los mercados financieros; deterioro en la calidad de la cartera crediticia; menores ingresos públicos que afecten las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros, y mayores elementos de incertidumbre que afecten a la inversión.

La política monetaria y otras políticas públicas siguen enfrentado los retos asociados a la pandemia, con un importante choque financiero en su etapa inicial y significativas contracciones en la oferta y la demanda. Ello resultó en una significativa caída en la actividad económica y cambios considerables de precios relativos, con aumentos en la variación anual de las mercancías y reducciones en la de los servicios. El apetito por riesgo global ha mejorado, con el soporte de los programas de apoyo en las principales economías avanzadas. No obstante, se mantienen mercados financieros frágiles y propensos a una corrección o inclusive a posibles salidas de capital en las economías emergentes.

Por ello, es necesaria una estrategia macroeconómica firme que genere confianza, que promueva un ajuste ordenado de la economía nacional ante los choques descritos y que propicie el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales y del sistema financiero.

La inflación general y subyacente han resentido los efectos de la pandemia, de mayo a octubre se incrementaron hasta registrar una variación anual de 4.09 y 3.98 %, respectivamente. En noviembre, diciembre y enero la inflación general fue de 3.33, 3.15 y 3.54 %, mientras que la subyacente fue de 3.66, 3.8 y 3.84 %, respectivamente. Por su parte, la inflación no subyacente fue de 4.42, 2.33, 1.18 y 2.63 % de octubre a enero, respectivamente.

Si bien las cifras anteriores ilustran las diferentes presiones y volatilidad a las que ha estado sujeta la inflación, estas han sido aún mayores al interior de sus componentes. Por ejemplo, desde la pandemia, la mayor brecha que se registró entra la inflación de mercancías y de servicios se registró en diciembre, con un nivel de 5.52 y 1.95 %, respectivamente.

Esto refleja la naturaleza del choque a la que ha estado sujeta la economía. Por un lado, con choques de oferta que han propiciado interrupciones en la producción, afectado cadenas globales de suministro y dado lugar a presiones de costos. Además, la pandemia ha incrementado la demanda relativa por alimentos. Por otro lado, las medidas de distanciamiento social han obstaculizado o impedido en algunos casos, la provisión de diversos servicios y propiciado una contracción significativa en su demanda por parte del público.

Adicionalmente, la marcada holgura en la economía ha influido a la inflación a la baja, principalmente en aquellos componentes más sensibles a la posición cíclica de la economía. Así, la inflación subyacente fundamental ha disminuido y registró 3.05 % en enero de este año. Por otro lado, el ajuste cambiario, que fue más significativo en la fase inicial de la pandemia, propició un aumento en la inflación subyacente con mayor influencia por el tipo de cambio, que alcanzó 4.23 % en enero.

En todo ello, es claro que son múltiples los ajustes de precios relativos que están teniendo lugar en la economía. Además, el cambio de precios relativos descrito se realizó en un entorno de una contracción económica y ampliación en la holgura muy significativa, con el reto adicional de un ajuste cambiario, considerable en los primeros meses de la pandemia.

En un entorno como el descrito, uno de los mayores retos para la conducción de la política monetaria es evitar que se vea afectada la formación de precios y las expectativas de inflación. En este sentido, es necesario propiciar que el ajuste de la economía sea ordenado, que permita un importante cambio en precios relativos sin que este propicie efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. También es importante que el ajuste en el mercado cambiario, después de amortiguar el importante choque inicial, fuera ordenado y que propiciara cierta reversión del choque inicial. Esto a su vez, contribuiría a un ajuste de la economía en mejores condiciones.

Considerando el entorno antes descrito, la actualización del ejercicio de pronóstico para la inflación sigue mostrando que en los próximos meses la inflación general se verá afectada principalmente por los efectos aritméticos asociados a la importante reducción en los precios de los energéticos que se presentaron el año pasado. Por su parte, la inflación subyacente apunta a que en el corto plazo se seguirán resintiendo los efectos de la recomposición de precios relativos a su interior y que tendrá una reducción gradual hacia niveles de 3 % en el tercer y cuarto trimestre del año.

En cuanto a los riesgos para la inflación, a la baja destacan: un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto o por mayores medidas de distanciamiento social; menores presiones inflacionarias globales, y apreciación cambiaria. Mientras que, al alza se encuentran: presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías; episodios de depreciación cambiaria, y diversas presiones de costos para las empresas. El balance de dichos riesgos alrededor de la trayectoria esperada se mantiene incierto.

Los riesgos a los que están sujetos la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Al respecto, es necesario propiciar que el ajuste de la economía sea ordenado y que permita un importante cambio en precios relativos sin afectar el proceso de formación de precios y las expectativas de inflación. Considerando que la información más reciente permite un ajuste de política monetaria y mantiene en línea la inflación prevista con la trayectoria convergente hacia la meta de 3 %, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a 4 %.

Hacia delante, la conducción de la política monetaria deberá incorporar toda la información disponible, particularmente sobre la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 11 de febrero de 2024

www.banxico.org.mx