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 12 de noviembre de 2020

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 12 DE NOVIEMBRE DE 2020

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 11 de noviembre de 2020.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

Diversos indicadores muestran que la economía mundial ha continuado recuperándose en los meses recientes. Los indicadores más oportunos, como los índices de gerentes de compras de octubre, se encuentran en terreno de expansión y con tendencia ascendente. En este contexto, los pronósticos de analistas y organismos multilaterales con respecto al tamaño de la contracción de la economía mundial para 2020 han mejorado en forma importante. Destaca el caso del pronóstico del FMI para Estados Unidos, el cual mejoró en casi 4 puntos porcentuales entre junio y octubre.

La economía estadounidense registró una expansión importante en el tercer trimestre del año, apoyada de manera significativa por la recuperación del consumo. Esto es el resultado tanto de los estímulos fiscales como de los monetarios. Destaca, por ejemplo, el impulso al consumo de bienes duraderos, los cuáles típicamente se adquieren a crédito y que mostraron en septiembre un nivel 15 % superior al que se registró previo a la pandemia.

La inflación en economías avanzadas continúa en niveles inferiores a las metas de sus bancos centrales. En el caso de las economías emergentes, la inflación permaneció baja para la mayoría de los países, con excepción de México. En general, se observa un patrón a raíz de la pandemia en el que los precios de los alimentos aumentaron mientras que los de los servicios disminuyeron. Este fenómeno, también presente en México, ha afectado a la inflación general de nuestro país con mayor dureza debido, al menos parcialmente, a que los ponderadores de nuestro país dan un mayor peso a aquellos componentes que han tenido un peor desempeño.

Desde nuestra última reunión, la volatilidad en los mercados financieros globales permaneció en un nivel similar al registrado en semanas previas, aunque por encima del promedio histórico. No obstante, los niveles de volatilidad actuales continúan representando una mejoría sustancial con respecto a lo registrado a inicios de la pandemia. En el periodo destacó el buen desempeño de las bolsas en Estados Unidos y el comportamiento acotado de las tasas de interés.

En este contexto, los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron sus posturas acomodaticias y reiteraron que permanecerán así por un periodo prolongado. El presidente de la Reserva Federal inclusive señaló que podría ser necesario incrementar tanto el estímulo fiscal como el monetario. De hecho, tanto los analistas como las variables de mercado sugieren que la tasa de referencia en Estados Unidos se mantendrá sin cambio durante 2020 y 2021. Por su parte, el Banco de Canadá anunció que su programa de compra de activos se enfocará en bonos de mayor plazo con el fin de influir más directamente en las tasas de financiamiento a hogares y empresas.

En cuanto a los mercados financieros de economías emergentes, estos registraron un comportamiento positivo desde nuestra última decisión, si bien con cierta volatilidad. En dicho periodo se registraron flujos de fondos destinados tanto a activos de renta fija como variable. En general, las monedas de estos países se apreciaron con respecto al dólar, sus mercados accionarios tuvieron ganancias, las primas de riesgo medidas con base en los *CDS* disminuyeron y las tasas de interés de bonos gubernamentales registraron movimientos mixtos, pero acotados.

Además de las respuestas de política, otros dos elementos han contribuido recientemente a un desempeño positivo de los mercados tanto en economías avanzadas como emergentes: los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y las perspectivas favorables de contar pronto con una vacuna contra la COVID-19. La perspectiva hacia final de año prevé que el desempeño de los mercados financieros continuará mejorando y que las brechas de actividad se continuarán reduciendo. Desde luego, aún existe el riesgo de un repunte en los contagios de COVID-19 pero, en cualquier caso, no debe perderse de vista que dicho rebrote muy probablemente se atendería en forma muy distinta al primero, ya que los gobiernos cuentan hoy con mejor información sobre el costo económico asociado a los cierres y sobre las acciones más eficaces en materia de salud pública.

Con respecto a la actividad económica de México, esta ha continuado con su proceso de recuperación impulsada tanto por la reapertura gradual de diversos sectores como por la demanda externa. La estimación oportuna del PIB sugiere que este creció 12 % en el tercer trimestre y las expectativas de crecimiento al cierre de 2020 se han revisado ligeramente al alza. No obstante, la inversión y el consumo de servicios y de bienes duraderos continúan mostrando una cierta debilidad, lo que permite anticipar que el proceso de recuperación comenzará a desacelerarse una vez que comiencen a disiparse los efectos favorables de la reapertura. El sector externo, por su parte, ha tenido un muy buen desempeño. Las exportaciones han regresado rápidamente a niveles cercanos a los que se tenían antes de la pandemia y la balanza comercial ha registrado superávits como no se había visto en muchos años.

En cuanto a la creación de empleo en el IMSS, después de haber registrado tasas de crecimiento negativas entre marzo y julio, se observaron tasas positivas en agosto y septiembre, cercanas a sus respectivos promedios históricos. En general, el mercado laboral ha comenzado paulatinamente a normalizarse, aunque de una manera relativamente lenta para la magnitud del desajuste que aún falta por corregir. Si bien la tasa de desempleo no aumentó tanto como en otras crisis, la tasa de participación laboral se mantiene baja y el desempleo continúa disfrazado mediante salidas del mercado laboral, especialmente en el caso de las mujeres.

Por otro lado, la inflación general en México se ubicó en 4.09 % durante octubre, es decir, ligeramente por encima del rango de variabilidad. Desde el principio de la pandemia, la inflación ha respondido a una combinación de factores que han influido en distintas direcciones sobre la misma. La caída de los precios de los energéticos y la disminución de la demanda agregada han favorecido la reducción de precios, mientras que la depreciación cambiaria, los problemas logísticos y de suministro, así como la restructuración del gasto de los consumidores derivado del confinamiento, han presionado algunos precios al alza.

Los precios de los alimentos, tanto procesados como no procesados, han tenido un desempeño particularmente desfavorable durante el año. En medio del confinamiento de marzo y abril los precios de los alimentos procesados se incrementaron de manera significativa, si bien han comenzado a mostrar algunas señales de estabilización. Incluso en la segunda quincena de octubre los precios de estos productos ya registraron una cierta deflación con respecto a la quincena anterior. Por su parte, los precios de los productos agropecuarios se aceleraron sorpresivamente en octubre al registrar una inflación mensual anualizada ajustada por estacionalidad de 22.5 %. Este incremento explica, en buena medida, el que la inflación se haya ubicado por encima del rango de variabilidad en dicho mes. En general, sin embargo, podemos afirmar que las presiones inflacionarias observadas hasta ahora son de carácter meramente transitorio y/o asociadas a factores de oferta.

Por otro lado, la inflación subyacente mostró una cierta desaceleración en la segunda quincena de octubre, al registrar un incremento de tan solo 7 puntos base con respecto a la quincena anterior. Al interior de este componente destaca el comportamiento favorable de los servicios, cuya inflación anual en octubre fue de solo 2.4 %.

Las expectativas de inflación para los próximos 12 meses provenientes de la encuesta de analistas permanecieron estables y por debajo del nivel alcanzado a inicios de la pandemia. La inflación esperada en *Consensus Forecast* para el cierre de 2021 es de 3.5 %, mientras que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado se encuentran en 3.2 % para el promedio de 1 a 5 años. Esto implica que las expectativas de inflación no se han contaminado en forma significativa por los niveles de inflación observados recientemente.

Hacia delante considero que la inflación seguirá bajo control y con una trayectoria descendente, con excepción de un aumento transitorio en el segundo trimestre de 2021 motivado por una baja base de comparación. Esto se sustenta en la evolución previsible u observada de varios determinantes: primero, los precios de los energéticos permanecen relativamente estables; segundo, el tipo de cambio se ha apreciado en forma importante por más de siete meses consecutivos y ha revertido buena parte del choque inicial de la pandemia, y tercero, la economía permanece operando con un amplio nivel de holgura, lo que tenderá a ejercer presión a la baja sobre los precios. Desde luego existen riesgos para este escenario, entre los que destaca la posibilidad de que se presente volatilidad en los mercados financieros asociada a la evolución de la pandemia o a una disputa en torno a los resultados de la elección en Estados Unidos. Sin embargo, estos riesgos por el momento parecen estar acotados.

En otros temas, el financiamiento de la banca comercial a empresas y hogares continúa deprimido sin señales claras de mejora. Esta situación está afectando a las Pymes con especial dureza, ya que en septiembre experimentaron una contracción en el crédito de -6.3 % a tasa anual y de -8 % a tasa mensual anualizada. La contracción del crédito también está afectando fuertemente a los hogares. Por ejemplo, el crédito vía tarjetas decreció a una tasa anual de -11.5 %, y otros tipos de crédito como el de nómina, personales y automotriz, también se han estado contrayendo. De acuerdo con datos de la EnBan, la disminución del crédito tiene su origen en un estrechamiento de las condiciones de otorgamiento para todos los sectores. El deterioro más grave en dichas condiciones desde que se tiene registro ocurrió en el segundo trimestre de 2020, aunque continuó profundizándose durante el tercer trimestre. Cuando se analizan los componentes de dichas condiciones se encuentra que el deterioro se explica, en buena medida, por una reducción en las líneas de crédito ofrecidas.

Desde nuestra última reunión, los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento positivo. El peso se apreció en más de 5 %, la bolsa de valores se incrementó en alrededor de 9 % y las primas de riesgo, medidas por los *CDS*, disminuyeron en alrededor de 40 puntos base. En contraste con este buen comportamiento, las tasas de bonos gubernamentales de largo plazo se incrementaron, mientras que las de corto plazo tuvieron movimientos marginales.

En relación con las finanzas públicas, considero que estas han tenido un relativamente buen desempeño, sobre todo tomando en cuenta la magnitud del choque económico que estamos enfrentando. En mi opinión, la fuerte apreciación del tipo de cambio de marzo a la fecha tiene su origen en que los fundamentos macroeconómicos del país se han mantenido sólidos, entre los que sin duda se debe incluir al compromiso con la disciplina fiscal que se ha venido observando.

En este contexto, mi voto es a favor de mantener constante la tasa de referencia y abrir una pausa en el proceso de relajamiento monetario. Esta decisión, sin embargo, de ninguna manera debería interpretarse como el final de dicho proceso. Lo anterior se debe a que considero que, desde distintas perspectivas, la flexibilización monetaria es todavía insuficiente.

Como lo he argumentado anteriormente, la tasa de interés real *ex ante* es todavía alta en relación con la que se implementó en México durante la crisis financiera global, cuando la holgura en la economía era incluso menor que la actual, y a pesar de que en aquel entonces las expectativas de inflación eran aún mayores. La tasa real *ex ante* en México no solo es alta en relación con la observada en el resto de las economías emergentes, sino que además tardó mucho más en llegar a niveles bajos. Mientras que en la gran mayoría de las economías se alcanzaron tasas reales cercanas a cero o negativas desde hace varios meses, la nuestra aún se encuentra en terreno positivo.

Además, el crédito a hogares y empresas continúa deprimido y aún no muestra señales claras de recuperación en el margen. Considero que la política monetaria todavía tiene espacio para contribuir a mejorar las condiciones de financiamiento, sin poner en riesgo otros aspectos de la economía. Las tasas de interés que enfrentan las empresas tienden a disminuir con el relajamiento de la política monetaria. Desde luego, la mejoría que perciban los hogares y empresas no solo depende del banco central, sino también de las alternativas que ofrezca la banca comercial. En ese sentido, es imperativo que la banca comercial también haga su parte en el proceso de reactivación económica. No es creíble el argumento que se ha planteado en el sentido de una demanda por crédito insuficiente. La evidencia sugiere que lo que predomina en la contracción del crédito está asociado a factores de oferta y a tasas de interés activas que aún se mantienen relativamente elevadas.

Otra señal adicional de que la flexibilización monetaria es aún insuficiente es el hecho de que los rubros del lado de la demanda típicamente asociados con el crédito son los que han tenido la recuperación más débil. Esto incluye a la inversión, las compras de bienes durables y las compras con tarjetas de crédito, entre otros aspectos.

En suma, si bien una pausa en el proceso de relajación monetaria es en este momento lo más prudente, es importante enfatizar el hecho de que dicho proceso deberá continuar a partir del momento en el que las presiones inflacionarias comiencen a ceder y mientras se mantenga la brecha negativa del producto. No hacerlo así, puede tener implicaciones muy costosas en el proceso de recuperación económica y puede afectar de manera permanente los niveles de producción y de bienestar social en el país.

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 situarla en 4 %. La inflación se encuentra en la trayectoria prevista y la brecha del producto se mantendrá muy negativa por un largo periodo. Esto da espacio para continuar el ciclo actual de relajamiento monetario, ya que se necesita una tasa todavía más baja para ayudar al proceso de recuperación económica, que sigue constituyendo el principal reto de la economía.

Sin duda, el problema primordial que enfrentamos es la profunda caída en la actividad económica, su afectación hacia el mercado laboral y el panorama de una recuperación débil, difícil y prolongada. La tasa de 12 % de crecimiento del tercer trimestre, que marca el inicio de la recuperación, fue resultado primordial de las exportaciones, mientras que la demanda interna muestra una debilidad preocupante. De no atenderse

adecuadamente, la economía podría sufrir daños estructurales prácticamente irreparables. Ante la dificultad de instrumentar mayores estímulos fiscales, se necesita más de la política monetaria. Para esto, se requiere contar con el mayor apoyo posible, pasando de la actual postura monetaria modestamente expansiva a una altamente acomodaticia y que además señalicemos que permanecerá así por un largo tiempo. Además de condiciones monetarias más laxas, necesitamos seguir complementando el estímulo con medidas adicionales que incrementen la liquidez, atiendan al buen funcionamiento del sistema de pagos y fortalezcan los canales de financiamiento hacia las micro, pequeñas y medianas empresas.

El escenario central que visualizo contempla una caída en el PIB de este año de alrededor de -9 %, con una tasa de desempleo extendido no muy lejos de 20 % para fin de año y una recuperación frágil que podría dilatarse hasta mediados de 2024. No obstante, este escenario conlleva un riesgo a la baja de máxima importancia, que es la posibilidad de un recrudecimiento de contagios de COVID-19, similar al rebrote observado en otros países como Alemania, Francia, Gran Bretaña, España, entre otros. Recientemente en el país se ha incrementado la transición del semáforo amarillo al naranja para la mitad de los estados, donde incluso Chihuahua y Durango ya se encuentran de nuevo en semáforo rojo. Las políticas de confinamiento/apertura mantienen diversos grados de restricción para mitigar el impacto, con incertidumbre en cuanto al grado de efectividad y duración, pero con la posibilidad de ocasionar daños irreparables en la estructura económica. En nuestro país, al igual que como lo detalla la Reserva Federal para Estados Unidos en su último comunicado, “el desempeño de la economía dependerá significativamente de la trayectoria del virus. La crisis sanitaria actual seguirá pesando sobre la actividad económica, el empleo y la inflación en el corto plazo y representará riesgos considerables para el panorama económico en el mediano plazo”. El escenario de un rebrote, no solo podría atrasar aún más la recuperación económica, con los daños colaterales en la generación de empleos y el bienestar general de la población, sino además ocasionar daños estructurales que estaríamos pagando por generaciones.

El atender el reto requiere además de una política monetaria altamente expansiva, seguir profundizando con medidas complementarias dirigidas a modular una eventual desestabilización financiera. En el frente regulatorio, pese a que la banca aún cuenta con niveles sólidos de capital y liquidez, continúa el latente deterioro en su cartera, en especial en aquellos sectores más afectados por la pandemia. Ahora y más aún en los años siguientes, se necesita que la CNBV sea más proactiva y profundice la política que los intermediarios financieros restructuren los créditos de clientes solventes pero con problemas de liquidez y busquen a diestra y siniestra minimizar los índices de morosidad. Con ello, se ayuda a las empresas a sobrevivir. En adición, la CNBV debe ampliar aún más pero de manera prudente las facilidades ya existentes a estas instituciones para contar con reservas adicionales, ampliar su capital regulatorio y reducir sus requerimientos de capital por riesgo crediticio.

La amplia brecha del producto negativa dominará el panorama económico por un largo tiempo. En principio, deberíamos pensar que su presencia eventualmente tendrá un efecto positivo en el abatimiento de la inflación. Sin embargo, en el corto plazo, esta influencia ha sido insuficiente y nada clara al ver que la inflación subyacente fundamental no ha disminuido notablemente. El caso es que las presiones inflacionarias actuales no provienen de un problema clásico de exceso de demanda agregada, sino principalmente de las distorsiones en la oferta y en la demanda provenientes de los estragos del confinamiento. El cierre de establecimientos y las limitaciones para proveer adecuadamente a la economía de bienes y servicios han ocasionado incrementos en precios, completamente ajenos al campo tradicional de la política monetaria, lo cual nos obliga a pensar fuera de la caja en nuestra búsqueda de soluciones.

Las distorsiones del gran confinamiento han dificultado la propia lectura de la inflación. El INPC se construye mediante ponderaciones fijas que reflejan la canasta de consumo de bienes y servicios de los hogares. Sin embargo, el patrón de consumo ha cambiado radicalmente durante el confinamiento, por lo que estas ponderaciones han quedado obsoletas. Ha aumentado la compra de alimentos para consumo en casa, mientras que ha disminuido el gasto en transporte, ropa, esparcimiento y turismo. Sin embargo, han aumentado mucho más los precios de los primeros, mientras que han incrementado menos o hasta disminuido en los segundos, por lo que el costo de vida de los hogares ha aumentado más que lo que indica

la lectura convencional. No obstante, esta luxación de la medida tradicional de la inflación, además de complicar el panorama inflacionario, rebasa al campo habitual de la política monetaria.

La inflación se encuentra en la trayectoria prevista para alcanzar la meta, aunque con un repunte esperado de por medio. No obstante las actuales presiones, las estimaciones del Banco apuntan a una caída importante de la inflación en el segundo trimestre del 2021 y la consecución de la meta del 3 % al final de ese año. Asimismo, hay señales de moderación en el aumento de los precios que habían mostrado mayor incremento. Al parecer, empiezan a contenerse las afectaciones sobre los precios que habían sido ocasionados por los problemas con las cadenas de valor y los costos de los insumos de materias primas, así como con las presiones de los precios de los energéticos y con el tipo de cambio. De hecho, anticipo una baja importante en la inflación anual general ya muy visible para noviembre respecto a octubre. Seguramente veremos cómo los analistas ajustan significativamente sus expectativas para la inflación de este fin de año a la baja. En adición, la recién apreciación del tipo de cambio apunta a menores presiones sobre los precios en los meses siguientes. No obstante este panorama positivo y la necesidad de seguir adelante con el relajamiento monetario, debemos mantener cierta dosis de cautela ante estas nuevas circunstancias todavía incomprendidas.

En términos de la política monetaria, las posturas absoluta y relativa deben ahondarse más en el terreno laxo. Por el lado de la postura absoluta, la baja actividad económica y la reducción de la aversión al riesgo abre el espacio a una mayor relajación. Sin embargo, el incremento temporal de la inflación podría reducir este margen por unos meses. Por el lado de la postura relativa, el relajamiento monetario global y el menor sentimiento de aversión al riesgo permiten mantener la relajación monetaria.

La tasa de interés real *ex ante*, de acuerdo a la inflación esperada, es todavía positiva y aún hay un margen antes de alcanzar una tasa cero o negativa. Pese a que el FMI recomienda bajar la tasa incluso a niveles reales negativos, como en el caso de Colombia, habría que estar atentos a que conforme nos aproximemos a esos niveles, la estabilidad cambiaria y el sistema financiero no sean afectados.

La disminución de la aversión al riesgo depende de la recuperación económica global, de los estímulos económicos posibles y del desarrollo de la vacuna contra el COVID-19. Cualquier retroceso en estos frentes incrementará las primas de riesgo, la volatilidad en los mercados y puede causar que el tipo de cambio se presione. No obstante, los recientes avances anunciados en el desarrollo de una vacuna han aminorado estas presiones, aunque siguen latentes. De igual manera, la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de mantener su tasa objetivo sin cambio en el horizonte previsible, mantiene la perspectiva de condiciones monetarias laxas a nivel global por un largo tiempo y amplía la posibilidad de continuar con el relajamiento monetario en nuestro país.

Es fundamental no sobredimensionar riesgos inexistentes o de poca importancia relativa como las perspectivas actuales de las finanzas públicas. El mantenimiento de las finanzas públicas con un déficit manejable y bajo endeudamiento es consistente con un equilibrio macroeconómico, algo que hoy mismo confirmó Fitch Ratings. Los supuestos del plan económico para 2021 podrían considerarse relativamente optimistas, sin embargo, aún con desviaciones menores en el corto plazo se puede mantener orden en las cuentas fiscales. La nula presión fiscal actual sobre la inflación general es positiva y prácticamente ausente de riesgos. No se presentan nuevos impuestos o incrementos fuera de línea de los precios de bienes y servicios administrados, especialmente de los energéticos. Esto último implica que la inflación no subyacente pueda tener una influencia a la baja en la inflación. En cuanto a las preocupaciones sobre una rebaja más en la calificación crediticia de Pemex por las agencias calificadoras, su efecto ya está casi totalmente incorporado por los mercados con un premio al riesgo mayor. Por ello, la materialización de este riesgo no se debe exagerar y se tiene que dimensionar adecuadamente.

El punto terminal del ciclo a la baja todavía queda incierto, ya que depende de que la inflación se mantenga en la trayectoria hacía la meta prevista, que la brecha del producto sea negativa y que la recuperación siga en marcha. Es importante destacar que si la decisión de política monetaria en esta ocasión sea la de no

modificar la tasa objetivo, se debe considerar como una pausa y no como el punto terminal en este ciclo expansivo. Es imperativo dejar la puerta abierta hacia una postura mucho más expansiva, tal y como nos han recomendado las autoridades financieras internacionales y tal y como lo están haciendo la gran mayoría de los países. Aun así, debemos estar conscientes de que la brecha inflacionaria de México es positiva, en contraposición de las brechas negativas en la mayoría de las economías emergentes, por lo que las decisiones futuras deberán irse a la par con la evolución de los indicadores económicos.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última decisión de política monetaria, la actividad económica y el empleo mundiales continúan recuperándose, aunque de forma diferenciada entre jurisdicciones y todavía se encuentran lejos de los niveles previos a la pandemia.

Por ello, analistas y organismos internacionales ajustaron ligeramente al alza las perspectivas de crecimiento mundial para este año.

No obstante, preocupa el aumento récord de nuevos contagios diarios en Europa y Estados Unidos, que evidencian la materialización del segundo brote del virus. Frente a un control insuficiente de la propagación de la enfermedad, algunos países han vuelto a imponer medidas de distanciamiento social y de confinamiento, que podrían incluso extenderse hacia 2021, si bien estas no han sido tan estrictas como las implementadas al inicio de la pandemia. Ante este contexto, es previsible que se presenten ciertas afectaciones en las cadenas productivas globales, lo que añadiría mayores obstáculos para la recuperación económica prevista.

Por ello, el balance de riesgos para el crecimiento mundial se mantiene negativo y existen factores que pueden contribuir a una mayor incertidumbre, tales como el potencial surgimiento de tensiones postelectorales en Estados Unidos y la posible falta de acuerdos para implementar nuevos estímulos fiscales en ese país; el retraso en la implementación del apoyo fiscal en la Unión Europea; la indefinición de los términos finales del *Brexit*, así como la insostenibilidad de las deudas gubernamentales y corporativas alrededor del mundo, que rebasan sus máximos históricos.

Asimismo, se sigue observando gran heterogeneidad en el comportamiento de la inflación a nivel global. En las economías avanzadas los precios permanecen por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales mientras que en diversas economías emergentes el debilitamiento de la actividad económica y la disminución en los precios de algunos servicios contribuyeron a una disminución en su inflación; no obstante, en otras se registraron presiones al alza por incrementos en los precios de energía y de alimentos, así como por la depreciación de sus monedas.

Frente a un balance de riesgos sesgado a la baja para la inflación, los bancos centrales de países avanzados mantienen posturas altamente acomodaticias con amplios niveles de liquidez para garantizar el acceso al crédito y el funcionamiento ordenado de los mercados. Por su parte, las respectivas autoridades fiscales también anunciaron extensiones en sus programas de apoyo.

En particular, en su última decisión de política monetaria la Reserva Federal de Estados Unidos indicó que dejará inalterado el rango de la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 % hasta alcanzar los nuevos objetivos de inflación y empleo. Asimismo, dicho instituto anunció que, si bien mantendrá el mismo ritmo de compras de bonos, está evaluando ampliar los términos de las facilidades de préstamo.

En consonancia, los demás bancos centrales de este bloque de economías mantuvieron en pausa sus recortes de tasas y reiteraron que ajustarán los instrumentos de política monetaria, en caso de ser necesario, a fin de proveer más estímulos para apoyar la recuperación económica y conducir la inflación hacia su meta.

Durante este período, los mercados financieros internacionales presentaron un comportamiento volátil. Los activos financieros de países desarrollados mostraron movimientos mixtos; destaca el mejor desempeño en las bolsas de Estados Unidos, favorecido por el sector tecnológico. Las tasas de interés registraron movimientos acotados y el dólar presentó ligeras depreciaciones frente a sus pares. Ante el deterioro en las perspectivas de crecimiento, las cotizaciones de materias primas, particularmente del petróleo, también registraron caídas, si bien se han moderado recientemente.

Los activos financieros de economías emergentes, por su parte, presentaron comportamientos diferenciados, aunque con un sesgo positivo. Se siguen registrando flujos de entrada de capital hacia instrumentos de renta fija, mientras que los movimientos hacia los de renta variable presentan pocos cambios respecto a los meses previos.

En México, la información oportuna al tercer trimestre sugiere que la economía mexicana mostró una mejoría por la reanudación parcial de actividades, del aumento en la movilidad y del impulso proveniente de la demanda externa, si bien aún se mantiene en niveles por debajo a los registrados previamente a la pandemia y el ritmo de recuperación parece haberse moderado.

Adicionalmente, la heterogeneidad entre sectores es cada vez más evidente. Particularmente, el turismo enfrenta la situación más compleja. Los empresarios del sector estiman que la recuperación podría darse hasta 2022.

Por el lado de la demanda, el sector externo ha mostrado el mayor dinamismo, como resultado del repunte en las exportaciones manufactureras, mientras que la recuperación de las importaciones, el consumo y la inversión se mantiene débil.

El mercado laboral ha comenzado a recuperarse luego de una afectación mayúscula, si bien se estima podría tomarle varios años alcanzar los niveles previos a la pandemia. La tasa de participación se mantiene por debajo de 56 %, la de desocupación en 4.73 %, por arriba de la NAIRU, es decir, la *Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment*, de 4.16 %, y la de subocupación continúa por encima de 15 %.

Asimismo, el porcentaje de la población no económicamente activa disponible para trabajar se mantiene por arriba de 10 %, mientras que previamente se ubicaba alrededor de 6 %.

En la encuesta más reciente de expectativas del sector privado del Banco, el consenso revisó ligeramente al alza el pronóstico de crecimiento para este año de -9.8 a -9.3 %, mientras que para 2021 se mantuvo en 3.2 %. Por su parte, el *staff* del Banco prevé una contracción de 8.9 % en 2020 y una recuperación de 3.3 % en 2021. Ello sugiere que la recuperación de la economía será gradual y prolongada, y que la brecha del producto permanecerá en terreno negativo.

Por su parte, los mercados financieros locales presentaron un sesgo positivo. El mercado accionario aumentó 8.89 % y el peso fue la tercera divisa emergente con mejor desempeño, apreciándose 3.29 %. Los movimientos en las tasas de interés de valores gubernamentales fueron mixtos, mientras que el riesgo soberano se redujo en línea con lo observado en otras economías emergentes.

Asimismo, al cierre de octubre el saldo negativo de la posición cambiaria neta disminuyó significativamente y se ubica en su menor nivel desde marzo. No obstante, se volvieron a registrar flujos de salida de valores gubernamentales de no residentes, aunque en magnitudes menores a las observadas en marzo y abril.

Cabe mencionar que en los últimos meses, el índice de estrés de los mercados financieros mexicanos ha mostrado una mejoría desde el importante deterioro observado entre marzo y abril, si bien aún por debajo de los niveles previos a la pandemia.

Por su parte, las finanzas públicas continúan siendo el elemento más crítico del marco macroeconómico. Las estimaciones recientes apuntan a un aumento significativo en los RFSP de 2.3 % en 2019 a 4.8 % en 2020, y en su saldo histórico, de 44.8 a 54.9 % del PIB, respectivamente. Nuevamente, enfatizo que el balance fiscal podría deteriorarse aún más en caso de requerimientos adicionales para capitalizar a Pemex, de materializarse recortes en la calificación de la petrolera y/o soberana, así como por eventuales presiones adicionales de gasto asociadas a la prolongación de la pandemia.

Respecto a la estabilidad financiera, las condiciones de financiamiento continúan estrechas, si bien han mejorado respecto a lo observado al inicio de la crisis sanitaria. Lo anterior ha impulsado la reactivación del mercado de deuda corporativa. Por otra parte, se ha reportado una disminución en el crédito bancario a empresas, debido principalmente a factores de demanda.

Dado que la emergencia sanitaria continúa extendiéndose, será fundamental estar atentos al surgimiento de alertas tempranas que pudieran indicar estrés en el sistema, sobre todo ante la expiración de los criterios contables especiales.

La inflación entre agosto y octubre incrementó de 4.05 a 4.09 %, manteniéndose por encima de nuestra meta puntual de 3 %. Asimismo, ambos componentes, subyacente y no subyacente, aumentaron de 3.97 a 3.98 % y de 4.3 a 4.42 %, respectivamente.

Al interior de estos, los efectos de la pandemia continúan reflejándose en un reajuste de precios relativos y de las incidencias de las subcategorías. En el subyacente, la caída en los precios de los servicios no ha compensado los aumentos en los de mercancías, principalmente las alimenticias, que se mantienen en niveles cercanos a 7 %. Por su parte, los precios de frutas y verduras, aunados a la dinámica menos favorable de los energéticos, han impulsado al alza el componente no subyacente.

Así, las expectativas para la inflación general para el cierre de 2020 y 2021 se incrementaron nuevamente, de 3.86 a 3.95 %, y de 3.55 a 3.58 %, respectivamente; para el mediano y largo plazos, estas se mantienen alrededor de 3.5 %, aunque la prima por riesgo inflacionario a 10 años extraída de instrumentos de mercado continúa aumentando.

En línea con lo anterior, los pronósticos de inflación del Banco se ajustaron nuevamente al alza para todo el horizonte de pronóstico, lo cual retrasaría la convergencia a la meta de 3 % del cuarto trimestre de 2021 al primero de 2022.

El panorama que enfrentamos resulta extremadamente complejo para la conducción de la política monetaria por la presencia de efectos encontrados: la mayor caída del producto de los últimos noventa años contrasta con una inflación creciente, cuyo nivel supera los pronósticos y rebasa en más de 100 puntos base la meta. Asimismo, las expectativas de inflación permanecen ancladas por encima de nuestro objetivo.

En este contexto, las últimas cifras confirman un repunte mayor al previsto en la actividad económica en el tercer trimestre y en consecuencia, se actualizaron las proyecciones de crecimiento ligeramente al alza. Si bien estas se encuentran sujetas a elevada incertidumbre, la trayectoria anticipada para la actividad implica un menor nivel de holgura durante el horizonte de la política monetaria.

Asimismo, a pesar de que la nueva previsión central considera un tipo de cambio más apreciado y menores precios de las gasolinas, las estimaciones de las inflaciones general y subyacente se han revisado nuevamente al alza retrasando la convergencia a la meta hacia el primer trimestre de 2022. A ello contribuyeron mayores precios de las mercancías y productos agropecuarios. Si bien se espera que tales efectos sean transitorios, la información disponible confirma que continúa la resistencia de la inflación subyacente a disminuir. Este fenómeno, presente desde 2018, se ha agravado con la pandemia a través del componente de mercancías alimenticias sin que los amplios niveles de holgura hayan contrarrestado las presiones alcistas. Así, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado.

A pesar de la reciente evolución favorable de los mercados financieros, persisten riesgos elevados en el entorno externo e interno, por lo que no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad.

En lo interno, sobresalen el debilitamiento de las finanzas públicas y la frágil situación de Pemex, que pueden conducir a nuevas revisiones en sus calificaciones de deuda, así como la incertidumbre derivada de posibles controversias asociadas a incumplimientos en los términos del T-MEC y de políticas internas. Asimismo, el proceso electoral de 2021 también podría generar cierta volatilidad. Estos factores podrían ejercer presiones sobre el tipo de cambio y, en consecuencia, imponer mayor estrés a la postura monetaria.

Con base en el complejo entorno, en mi opinión es momento de hacer una pausa en el ciclo de relajación monetaria, por lo que mi intención de voto en esta ocasión es en favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25 %. Considero que esta es la acción congruente, prudente y cautelosa que debemos seguir ante la marcada incertidumbre global y nacional. Ello nos permitirá ir evaluando de forma más precisa el margen para la política monetaria conforme se cuente con información adicional.

Considero que esta decisión reforzará la credibilidad en el compromiso de la institución con su mandato prioritario. La trayectoria ascendente y los niveles de la inflación no solo resultan inaceptables, sino también preocupantes, por lo que mantener la tasa de referencia enviará un mensaje inequívoco de prudencia.

Antes de concluir, quisiera hacer una reflexión sobre el nivel de la tasa de referencia y su impacto sobre la actividad económica, ya que se ha argumentado que es elevada y que ello puede obstaculizar la tan necesaria recuperación.

Al respecto, destaca que actualmente la tasa real *ex ante* se ubica en 0.88 %, que comparada con su nivel neutral promedio de 2.6 %, confirma que la postura monetaria sin duda se encuentra en terreno acomodaticio.

Por lo que se refiere a la postura monetaria relativa, es importante destacar que el presente ciclo de relajación ha llevado al diferencial de tasas con respecto al FED a un nivel inferior al registrado durante la crisis de 2009, a pesar de mayores riesgos internos derivados de una posición fiscal más deteriorada. Durante 2009, el menor diferencial fue de 433 puntos base en el mes de agosto, mayor al nivel de 416 puntos base registrado en octubre de 2020.

¿Sería relevante una reducción en la tasa para reactivar el crédito en México? Los datos recientes sugieren que el canal de la tasa poco influye en el financiamiento. Desde el inicio del presente ciclo de relajación, en agosto de 2019, hemos reducido la tasa en 400 puntos base. Adicionalmente, hemos actuado proactivamente al instrumentar 15 medidas para asegurar la liquidez y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Sin embargo, el flujo de financiamiento de la economía al sector privado ha caído significativamente, de 3.8 % del PIB en 2017 a 1.3 % al tercer trimestre de 2020.

Los bancos aluden que las razones detrás de la menor demanda por crédito son reflejo de la falta de confianza empresarial y un ambiente adverso a la inversión privada. Por su parte, de acuerdo con la encuesta que realiza Banxico, las instituciones financieras tienen una percepción de mayor riesgo de crédito, es aquí donde la implementación de programas de garantía ayudaría a impulsar el crédito y con ello la reactivación económica. Es claro que desde el ámbito de la política monetaria se ha actuado de manera amplia y oportuna, y que a pesar de ello la incidencia sobre la inversión, el crédito y el consumo ha sido limitada, ya que sus determinantes se centran más en factores como la confianza y la certidumbre jurídica.

Dicho argumento se refuerza si consideramos que las tasas de interés relevantes para impulsar la inversión y el consumo de bienes durables son las de mediano y largo plazos, las cuales actualmente se encuentran en niveles incluso menores a los observados durante la recesión de 2009. Por ejemplo, la tasa real *ex ante* de los bonos a cinco años fue 1.6 % en octubre pasado, cuando en 2009 promedió 3 %.

Dada la elevada sensibilidad de los flujos de capital en México frente a sus pares emergentes, es imperativo mantener un seguimiento cauteloso y calibrar el margen de maniobra en la política monetaria, con el fin de evitar incrementar las vulnerabilidades financieras del país, en un entorno internacional incierto y con un riesgo país elevado.

Finalmente, considero fundamental que el comunicado de política monetaria transmita claramente que con la presente decisión la Junta de Gobierno busca garantizar la trayectoria descendente de la inflación hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, y que la conducción prudente y responsable de esta es la mejor forma de ratificar nuestro compromiso con la estabilidad de precios.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Tras haber registrado un repunte durante el tercer trimestre de 2020, la información oportuna sugiere que la recuperación de la actividad económica mundial podría estar perdiendo vigor al cierre del año. Esto obedece en lo fundamental a la pérdida de dinamismo resultante de la reimposición de restricciones a la actividad ante el resurgimiento de contagios de COVID-19 en un número importante de economías, particularmente europeas, para algunas de las cuales incluso se anticipa una nueva contracción secuencial del PIB durante octubre-diciembre.

Como lo muestra la experiencia reciente en Estados Unidos y otros países, el problema no es exclusivo de Europa, y la posibilidad de que escenarios de este tipo se generalicen o bien se extiendan hacia 2021, no puede descartarse. Así, la economía mundial continúa sujeta a un elevado grado de incertidumbre, con un balance de riesgos sesgado a la baja.

Entre estos, los más relevantes se derivan de la evolución de la pandemia. En vista de la experiencia adquirida en etapas previas, es de esperarse que las medidas adoptadas para la contención de contagios sean más focalizadas y, por tanto, menos disruptivas de la actividad económica. Sin embargo, en ausencia de una vacuna o tratamiento efectivo de amplia disponibilidad, existe el riesgo de tener que implementarlas por un periodo prolongado o de manera más generalizada, por lo que su efecto acumulado puede ser considerable.

En adición a lo anterior, el espacio disponible para el despliegue de políticas macroeconómicas y financieras de estímulo podría agotarse. Si bien esta posibilidad se puede considerar baja para las principales economías avanzadas, particularmente en lo referente a la labor de sus bancos centrales, la situación dista de ser la misma en el caso de algunas economías emergentes. En efecto, las presiones al alza sobre sus tasas de inflación, derivadas ya sea de efectos cambiarios o de choques por el lado de la oferta, así como dudas sobre la sostenibilidad en el mediano y largo plazos de sus finanzas públicas, podrían conducir a un retiro prematuro del estímulo provisto.

En este contexto, durante las últimas semanas los mercados financieros internacionales continuaron reflejando el nerviosismo imperante entre los inversionistas. Si bien su comportamiento se ha visto favorecido en días recientes por los resultados del proceso electoral en Estados Unidos, así como por noticias positivas en torno al desarrollo de una vacuna, persisten factores de riesgo en ambos frentes que pueden dar lugar a episodios de alta volatilidad.

A estos deben agregarse otros de naturaleza idiosincrásica, particularmente en las economías emergentes, así como en el frente comercial, destacando la aún pendiente definición de los términos para la relación que en lo sucesivo lleven el Reino Unido y la Unión Europea.

En caso de materializarse algunos de estos, u otros, riesgos, ajustes potencialmente desordenados derivados de cambios abruptos en el sentimiento de los mercados afectarían de manera particular a las economías emergentes, en virtud de que, no obstante las mejoras de meses recientes, la recuperación tras

el choque financiero inicial se mantiene incompleta, en términos tanto de los flujos de capital a ellas dirigidos como de los precios de sus activos.

En México, la información más reciente para la actividad económica confirma las tendencias que se vislumbraban hace unas semanas. En primer lugar, un pronunciado repunte de la actividad económica durante el tercer trimestre después de la fuerte caída observada en el segundo. No obstante lo anterior, un nivel del PIB muy por debajo de las cifras observadas antes de la pandemia y, durante el periodo enero-septiembre de 2020, casi 10 % inferior al registrado en el mismo lapso de 2019. Asimismo, una concentración de las fuentes de recuperación de la actividad económica. Por el lado de la demanda, un crecimiento de las exportaciones que las ubica muy cerca del nivel alcanzado antes de la pandemia, en tanto que el consumo y la inversión, si bien han mostrado cierta recuperación, se mantienen muy deprimidos. De manera equivalente, por el lado de la oferta se ha observado una importante expansión de la producción industrial, especialmente la manufacturera, y un sector servicios en general caracterizado todavía por una situación de marcada debilidad. Finalmente, un mercado laboral que a pesar de la mejoría de las últimas semanas, sigue mostrando un deterioro considerable frente a la situación observada antes de la pandemia: caída de la tasa de participación, aumento de la tasa de desempleo, duplicación de la tasa de subocupación, contracción de la ocupación total de 4.6 millones de personas de febrero a septiembre de 2020, y recuperación del empleo desde los niveles más bajos durante la pandemia explicados prácticamente en su totalidad por el sector informal.

Con la estimación oportuna del crecimiento del PIB para el periodo julio-septiembre, la expansión de este durante 2020 apunta a una cifra cercana al escenario menos pesimista dado a conocer por el Banco Central en el más reciente Informe Trimestral. De esta forma, la brecha negativa del producto ha comenzado a disminuir, aunque todavía muestra amplias condiciones de holgura.

La trayectoria futura de la economía está sujeta a mucha incertidumbre. Lo anterior se deriva principalmente de las interrogantes sobre el curso de la pandemia. De hecho, la posibilidad de observar un deterioro en México parecido al que se observa en diversos países avanzados y, por tanto, la introducción de nuevas medidas de confinamiento en nuestro país, no puede descartarse.

Las proyecciones sobre el comportamiento de la economía en 2021 y 2022 son particularmente difíciles. Aunque en los últimos días se han dado noticias alentadoras, sigue sin existir la certeza de cuándo estarán disponibles ya sea una vacuna o un tratamiento efectivo para el virus y, una vez que esto suceda, cuánto tiempo llevarán los procesos de producción y distribución para que se pueda ver un impacto económico de relevancia. A lo anterior deben agregarse otros riesgos externos de índole económica, política o geopolítica, así como los de naturaleza idiosincrásica, que enfrenta nuestro país.

Dada la magnitud de la brecha del producto en la actualidad, es de esperarse que en 2021 esta siga mostrando cifras negativas aún bajo escenarios optimistas para el crecimiento de la economía. Sin embargo, la evaluación es más complicada para el periodo de hasta 2 años en el que la política monetaria tiene un impacto. Lo anterior en virtud tanto del entorno de incertidumbre que enfrentamos, como de la posibilidad de que el crecimiento potencial de la economía sea menor del que calculan los modelos utilizados en el Banco Central. Este seguramente ha sido afectado de manera importante por la debilidad de la inversión y la ausencia de esfuerzos suficientes para incrementar la productividad desde antes de la pandemia, a lo que deberán aunarse los efectos de esta tanto en el acervo de capital físico y humano, como en la productividad total de los factores.

El desempeño reciente de la inflación no ha sido favorable. En octubre, el crecimiento del índice de precios al consumidor registró una cifra anual de 4.09 %, la más alta en 17 meses. Más preocupante aún, la inflación subyacente se ubicó en octubre en 3.98 %, prácticamente en el límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3 % por tercer mes consecutivo. Los factores detrás de esta evolución son bien conocidos: la combinación de choques de oferta derivados de la pandemia, un incremento de la demanda de ciertos productos también resultado de esta, y la depreciación del tipo de cambio, principalmente.

Existen indicios de estabilización tanto de la inflación general como de la subyacente, como resultado en lo fundamental del comportamiento reciente de los precios de las mercancías alimenticias, los servicios y los energéticos. Sin embargo, ambas definiciones de inflación seguramente se mantendrán relativamente elevadas en los próximos meses y probablemente mostrarán descensos significativos solo hasta mediados de 2021, ante el impacto directo o indirecto de la disipación del efecto base derivado de la caída de los precios del petróleo en el segundo trimestre de 2020. Adicionalmente, la evolución de la inflación nuevamente ha excedido las proyecciones del Banco de México.

La situación se dificulta aún más por el comportamiento de las expectativas de inflación. En particular, las expectativas para el cierre de 2021 basadas en encuestas siguen superando por un margen relativamente amplio las proyecciones del Banco Central, y las de largo plazo, aunque ancladas, se mantienen por encima de la meta. Llama la atención que, no obstante endosar estas expectativas, numerosos analistas anticipan una reducción adicional de la tasa de referencia, lo que hace surgir cuestionamientos sobre la credibilidad del compromiso del Banco Central respecto del cumplimiento de la meta.

El comportamiento de la inflación en los próximos meses sigue enfrentando riesgos de consideración. Como es de esperarse en el caso de una moneda emergente tan líquida a nivel global como la mexicana, uno de los principales se deriva del comportamiento del tipo de cambio. Tanto el resultado de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos como las recientes noticias sobre el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19 han atenuado estos riesgos, si bien no los han eliminado, especialmente en el segundo caso, por los motivos antes señalados.

Por lo mismo, se pueden seguir registrando presiones al alza sobre la inflación derivadas de la pandemia similares a las observadas hasta ahora, a lo que deben añadirse las potenciales implicaciones del difícil contexto internacional y factores internos, tales como los retos vinculados a la situación de las finanzas públicas, el incremento del salario mínimo para 2021 y el proceso electoral en México del año entrante.

Con todo, sigo pensando que la persistencia de una amplia brecha negativa del producto dominará los anteriores efectos, permitiendo un descenso de la inflación. Sin embargo, los nuevos pronósticos del Banco Central sugieren que, en virtud del comportamiento reciente de la inflación, la convergencia de la inflación a la meta de 3 % durante la segunda mitad de 2021 como se había venido anticipando, no es el escenario más viable.

Los mercados financieros mostraron un comportamiento en general favorable, aunque con fluctuaciones importantes, desde la última decisión de política monetaria. Los principales determinantes de este comportamiento fueron las elecciones presidenciales en los Estados Unidos y las expectativas sobre la disponibilidad de una vacuna para el COVID-19. En este contexto, el tipo de cambio se apreció y las condiciones de operación en este mercado mostraron una mejoría hacia finales del periodo. En el mercado de valores gubernamentales, se observaron altibajos en los rendimientos de aquellos de largo plazo, principalmente en respuesta a la evolución de los factores antes mencionados.

Las fuentes de financiamiento en la economía, tanto internas como externas, continuaron ampliándose durante el tercer trimestre de 2020. Sin embargo, el crédito vigente de la banca comercial a las empresas de menor tamaño, fuente fundamental de financiamiento para este sector, siguió mostrando una importante contracción en términos reales.

Este comportamiento procíclico del crédito bancario no responde a un problema de liquidez. Lo anterior se hace evidente al considerar la posición de liquidez de los bancos y las acciones tomadas por el Banco Central para asegurar que este factor no se convierta en una limitante para la expansión del crédito.

Tomando en cuenta lo anterior, y el importante descenso de la tasa de interés de política monetaria, el problema parece explicarse más bien por la combinación de una débil demanda de crédito, condiciones más astringentes de los bancos para el otorgamiento de este, y la ausencia de suficientes garantías gubernamentales para estimular el crédito bancario. Es importante tener presente que la recuperación de la economía se hará más difícil en ausencia de una adecuada disponibilidad de crédito bancario. Por tanto, es indispensable que tanto los bancos como las autoridades correspondientes realicen esfuerzos adicionales para superar los obstáculos que han impedido la atención de este problema.

Las finanzas públicas siguen enfrentando una perspectiva complicada para 2021. La situación de Pemex y la probable necesidad de inyectar recursos a la empresa representa una de las principales fuentes de preocupación. A lo anterior cabe agregar los retos derivados de la posibilidad de ingresos tanto tributarios como petroleros por debajo de lo programado. Este conjunto de factores, en un entorno de agotamiento de los fondos de estabilización y perspectivas poco favorables de crecimiento económico, sigue constituyendo uno de los principales riesgos para la calificación soberana y en general para la economía del país tanto en 2021 como a mediano y largo plazos. Así, en diversos círculos se ha enfatizado la necesidad de una reforma fiscal.

La política monetaria que se ha implementado en México en los últimos meses ha permitido compatibilizar una reducción importante de la tasa de interés de referencia con un enfoque basado en la prudencia. Los resultados han sido satisfactorios, ya que se ha evitado un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo a pesar de los fuertes choques enfrentados; el diferencial de tasas de interés comparable con otras economías emergentes se ha reducido o revertido sin presiones excesivas sobre el tipo de cambio, y se ha contribuido a mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles por debajo de diversas economías con tasas de referencia menores, evitándose un empinamiento excesivo de la curva de rendimientos.

No obstante estos esfuerzos y la fuerte contracción de la actividad económica, principalmente como resultado de los choques derivados de la pandemia, se sigue observando una situación inflacionaria difícil. El problema no radica solamente en que la inflación se ubique en la actualidad por encima de la meta. También debe considerarse el prolongado lapso en que la inflación subyacente se ha mantenido elevada, la persistencia de expectativas tanto de corto como de largo plazo por encima de la meta, los riesgos que se vislumbran para la inflación en los próximos meses, y el hecho de que con cifras de inflación que han rebasado con frecuencia nuestras propias proyecciones a lo largo del año en curso, se presenta un escenario en el que la posibilidad de lograr la convergencia a la meta en el lapso que se había previsto parece desvanecerse.

Por tanto, es necesario seguir actuando con prudencia, ya que de otra forma se puede afectar la credibilidad del Banco Central. Las implicaciones son más serias si se toma en cuenta que la evidencia sobre las expectativas tanto para la inflación como para las acciones de política monetaria que resultan de encuestas, sugieren que un número importante de participantes del mercado duda del compromiso del Banco de México con la meta de inflación.

Bajo estas circunstancias, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 4.25 %, acción que además de representar el escenario central de los ejercicios estadísticos realizados como apoyo a esta decisión, es a la que asigna mayor probabilidad la información derivada de instrumentos de mercado.

La duración de esta pausa dependerá del comportamiento de la inflación y sus expectativas y pronósticos. En un entorno de incertidumbre tan elevada, se requerirá de flexibilidad en la implementación de la política monetaria, ajustándola con base en la información adicional para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La pandemia y las medidas para contener su contagio han ocasionado una profunda contracción económica mundial. Si bien desde mayo y junio comenzó la recuperación de la actividad económica global, esta ha presentado un ritmo marcadamente heterogéneo entre países, y aún se encuentra en niveles claramente inferiores a los registrados antes de la pandemia.

Las diferencias entre el ritmo de recuperación entre países, tanto avanzados como emergentes, se debe principalmente a los siguientes factores: el ritmo de contagio del virus y su letalidad, destacando el segundo brote en Europa y otras economías avanzadas; las medidas de confinamiento adoptadas; la cuantía de los programas de apoyo al empleo y al ingreso de empresas y hogares; la importancia relativa de los servicios más afectados; las características del mercado laboral y el sector informal; el comportamiento de los mercados y el sistema financiero, y la solidez macroeconómica.

Las economías que han contado con medidas significativas de apoyo al empleo y al gasto de hogares y empresas han presentado recuperaciones mayores a las anticipadas. Esto se aprecia con mayor claridad en algunas economías avanzadas, que han registrado una recuperación del consumo y la inversión. No obstante, el aumento del contagio en algunas de estas economías y la proximidad del fin de diversos apoyos fiscales constituyen un factor de riesgo de corto plazo para la recuperación global.

La fase de recuperación global que se ha presentado, se puede dividir en dos etapas. En la primera o inicial, la reapertura de actividades propició en el corto plazo un aumento en la producción de bienes y servicios, si bien aún se encuentran en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. En la segunda etapa o de mediano plazo, la recuperación ha estado y estará asociada a los soportes de la demanda agregada, tanto en sus componentes internos, consumo e inversión, como en los correspondientes a la demanda externa.

En la recuperación económica destaca la heterogeneidad entre países y sectores, tanto en economías avanzadas como emergentes, tanto en los indicadores por el lado de la producción, como por el lado de la demanda y en el empleo. Además, la dinámica de contagio y las acciones de distanciamiento social siguen siendo un importante factor de riesgo para la recuperación de todas las economías y regiones. Recientemente algunas empresas farmacéuticas han anunciado avances en la elaboración de una vacuna efectiva, que bajo diferentes escenarios podría estar disponible en diciembre y con mayor amplitud el próximo año. Esto ha propiciado mayor apetito por riesgo y cierta recuperación en los mercados financieros, especialmente en las acciones de las emisoras que habían sido más afectadas por la pandemia.

Adicionalmente, en los últimos meses los mercados financieros estaban a la expectativa de algunas definiciones en Estados Unidos, en particular relacionadas con el proceso electoral; la aprobación de apoyos fiscales adicionales; las perspectivas de política tributaria, y el tipo de liderazgo que prevalecerá en los próximos años y sus efectos para el resto del mundo.

Al respecto, si bien aún persisten elementos de incertidumbre, las definiciones electorales y los avances en la elaboración de una vacuna han propiciado un repunte en los mercados accionarios y menor incertidumbre en los mercados cambiarios, incluidos los de algunas economías emergentes.

Las afectaciones de la pandemia a nivel global han implicado importantes choques de oferta y de demanda, que inciden en la inflación. Por un lado, los precios de los energéticos son muy sensibles a las expectativas de la economía global, en la etapa inicial de la pandemia tuvieron una marcada influencia a la baja en la inflación, que se ha moderado recientemente. Por otro lado, los efectos de la pandemia han implicado una recomposición de precios relativos, con aumentos en los precios de algunas mercancías, especialmente los alimentos, y reducciones en la de los servicios, principalmente en los que se prestan de manera presencial.

En las principales economías avanzadas y en un amplio número de emergentes han sido mayores las presiones a la baja en la inflación y en muchos casos la inflación general y subyacente se ubican en niveles inferiores a su meta. Al respecto, destaca una marcada heterogeneidad entre países. En Estados Unidos se han registrado importantes aumentos en la inflación de alimentos, que han sido ampliamente contrarrestados por las menores presiones en los servicios. En la zona euro los aumentos en los alimentos han sido menores y de menor duración, lo cual aunado a la marcada debilidad en los precios de los servicios han resultado en una reducción considerable y niveles cercanos a cero para la inflación general y la subyacente.

En las principales economías emergentes latinoamericanas, con excepción de México, la inflación general y subyacente se ubican por debajo de las metas de sus bancos centrales. En México la inflación general y subyacente se ha visto presionada y ha aumentado en los últimos cinco meses ubicándose en niveles superiores a la meta para la inflación general de 3 %.

Por su parte, los bancos centrales de las principales economías avanzadas prevén que se mantendrá la debilidad de la demanda y que la inflación, tanto general como subyacente, se mantendrán en niveles bajos e inferiores a sus metas por un tiempo prolongado. Por ello, han mantenido tasas de política monetaria en niveles cercanos a cero y han adoptado otras medidas para estimular la demanda agregada y evitar un entorno deflacionario.

La Reserva Federal anunció ajustes a su estrategia de política monetaria, destacando que esperan mantener sin cambio el rango para la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0 y 0.25 % hasta que el empleo alcance su nivel máximo, la inflación se haya incrementado a 2 % y se mantenga en camino a superar moderadamente 2 % por cierto tiempo. Ello confirma que tardarían más que en el pasado en aumentar las tasas de interés.

Los retos que plantea la pandemia hacen necesario identificar los efectos de la política monetaria, no solo en las tasas de corto plazo, sino también a lo largo de toda la curva de rendimientos. Esto es especialmente importante, porque los componentes de la demanda agregada responden a los diferentes segmentos de la curva de rendimientos. Considerando la marcada contracción de la actividad económica y sus efectos sobre la inflación, es deseable que toda la curva de rendimientos presente un ajuste ordenado a la baja, que permita la mejor respuesta de la demanda agregada.

No obstante, las tasas de interés de mediano y largo plazo incluyen primas de riesgo asociadas a diversos factores que pueden afectar el rendimiento de los instrumentos de renta fija. En este sentido, la política monetaria debe procurar que las primas de riesgo inflacionario de mediano y largo plazo sean bajas y estén contenidas. Cabe señalar que otras políticas públicas también inciden en las primas de riesgo que se incorporan en las tasas de interés de mediano y largo plazo.

En este sentido, no solo las tasas de interés de corto plazo son relevantes para mantener un entorno de estabilidad y que contribuya a la recuperación económica, también es necesario que las expectativas de inflación se mantengan alrededor de su meta de manera sostenida en el tiempo, lo cual reduce las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos.

Esto es especialmente importante al evaluar las diferentes respuestas de política monetaria en las economías emergentes. Cabe destacar que las economías emergentes pequeñas y abiertas, usualmente necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento. En ello juegan un papel de gran importancia las primas de riesgo asociadas a dichas economías. Así, es necesario contar con un marco macroeconómico sólido y resiliente, capaz de soportar diversos escenarios adversos, que permita contar con menores primas de riesgo y costos de financiamiento más bajos a lo largo de toda la curva de rendimientos. Ello en beneficio de todos los agentes económicos, que podrían acceder a financiamiento de corto, mediano y largo plazo en mejores términos y condiciones.

En este sentido, es de gran importancia que ante la pandemia que actualmente afecta a nuestra economía, toda la curva de rendimientos presente un ajuste ordenado y sostenible a la baja. Al respecto, al comparar la respuesta de la curva de rendimientos en México respecto a otras economías emergentes, destaca que las tasas de interés de corto y largo plazo han tenido un ajuste considerable a la baja en lo que va del año. También, destacan otras economías emergentes que si bien cuentan con tasas de interés de corto plazo menores, han registrado menores reducciones en las tasas de interés de largo plazo e incluso algunas de ellas han presentado aumentos considerables.

El reto de mantener primas de riesgo bajas y estables se ha complicado por las afectaciones derivadas de la pandemia: una marcada contracción económica, menores ingresos públicos, presiones de gasto, así como un deterioro en sus términos de intercambio y menores ingresos del exterior. Esto propició reducciones generalizadas en las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano entre economías emergentes. Además, las necesidades de financiamiento del sector público se han incrementado recientemente en un entorno en el que persiste incertidumbre en cuanto a las fuentes de financiamiento internas y externas.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida y sostenible, que contribuya a un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la economía. Ello en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

En cuanto a la actividad económica en México, después de una marcada contracción se advierte un proceso de recuperación en dos etapas. La inicial, que resulta del levantamiento de las restricciones a la producción de una amplia gama de bienes y servicios, y una segunda que depende en mayor medida del dinamismo de la demanda, interna y externa.

Después de que en el segundo trimestre del año el PIB registró una contracción trimestral de 17.05 %, en el tercero presentó una expansión de 12.04 %, ajustado por estacionalidad. Así, en el tercer trimestre se presentó una contracción anual de 8.6 %. En términos mensuales, la mayor contracción se presentó en abril y en menor medida en mayo, mientras que junio y julio presentaron una recuperación significativa que se moderó en agosto y se espera lo mismo en las cifras de septiembre.

Después de registrar una caída de 29.4 % anual, ajustado por estacionalidad en mayo, la producción industrial se ha recuperado, principalmente de la mano de las manufacturas, y en septiembre presentaba una contracción anual de 7.5 %, ajustado por estacionalidad. Por su parte, los servicios han mostrado un comportamiento heterogéneo, con una marcada y persistente debilidad en los servicios de alojamiento y preparación de alimentos, -53.4 % anual en agosto; de esparcimiento, -21.8 % anual en agosto, y de transportación e información, -20.8 % anual en agosto.

Por el lado de la demanda interna, la pandemia ha afectado significativamente al consumo y a la inversión. El indicador mensual de consumo privado en agosto fue 13.08 % menor al registrado el año anterior, ajustado por estacionalidad. Adicionalmente, las importaciones no petroleras de bienes de consumo en septiembre registraron una contracción anual de 25.5 %, ajustado por estacionalidad. La inversión ha enfrentado retos considerables, tanto los derivados de las afectaciones asociadas a la pandemia, que aún en agosto la mantuvieron con una contracción de 16.64 % anual, ajustado por estacionalidad; como por un entorno poco propicio para invertir.

La demanda externa ha mostrado un mejor dinamismo, las exportaciones se han recuperado, especialmente las manufactureras, que en septiembre alcanzaron el nivel previo a la pandemia. Ello, aunado a la debilidad de las importaciones ha resultado en un superávit de balanza comercial. En cuanto a los ingresos por remesas, estos se han mantenido en expansión y acumulan en el año 30 mil millones de dólares a septiembre.

Entre febrero y abril la ocupación formal e informal se redujo en 12.5 millones de personas, la cual se recuperó gradualmente y a septiembre dicha cifra correspondía a 4.6 millones. Destaca que el ajuste en el mercado laboral ha recaído en mayor medida en los jóvenes y las mujeres.

La importante contracción económica y los escenarios de recuperación prevista, muestran una importante holgura en la economía a lo largo del horizonte de pronóstico.

Entre los principales riesgos para la actividad económica destacan las afectaciones por la pandemia en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros; presiones en los ingresos públicos que afecten las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros; tensiones comerciales, geopolíticas y tensión social, y problemas de solvencia en hogares y empresas.

La política monetaria enfrenta, por un lado, los importantes choques de oferta y de demanda que afectan a la actividad económica y a la inflación, y por otro, la incertidumbre que prevalece en los mercados financieros globales y la fragilidad en el apetito por riesgo y los flujos de capital. Así, para poder contar con un ajuste ordenado de la economía nacional y mantener una inflación baja y estable, se requiere un buen funcionamiento en los mercados financieros nacionales.

La inflación general y subyacente, han resentido los efectos de la pandemia y se han incrementado en los últimos meses, registrando una variación anual de 4.09 y 3.98 % en octubre, respectivamente. El componente no subyacente tuvo una variación anual de 4.42 % en octubre y ha resentido recientemente alzas importantes en los precios de las frutas y verduras.

En cuanto a la inflación subyacente, ha estado sujeta a dos tendencias opuestas. Por un lado, los servicios han reducido su variación anual, registrando 2.4 % en octubre, reflejando una menor demanda por las medidas de distanciamiento social y la reducción del gasto de hogares y empresas. Por otro, las mercancías han presentado aumentos considerables, con una variación anual de 5.44 % en octubre, con una variación de 6.93 % en los alimentos, bebidas y tabaco. Esto refleja los choques que han afectado a la producción, incluyendo las presiones de costos por retos logísticos y de distribución, la depreciación del tipo de cambio y la recomposición del gasto de los hogares hacia estos productos por la pandemia. Así, la inflación ha estado sujeta a los ajustes de precios relativos descritos en un contexto de una marcada debilidad de la demanda agregada que aún no se refleja cabalmente en la determinación de precios.

Los choques antes descritos presionaron al alza la trayectoria esperada para la inflación general y subyacente, a lo largo del horizonte de pronóstico. Dicho ajuste fue mayor en los plazos más cortos, mientras que los pronósticos en el horizonte de 12 a 24 meses se ajustaron en menor media y aún se ubican alrededor de 3 %. Este escenario de pronóstico considera un gradual desvanecimiento de las presiones de oferta y mayores efectos de la holgura en la economía sobre la inflación general y subyacente en el horizonte de pronóstico. Al respecto, persisten factores de riesgo para la inflación. Al alza, la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados, la depreciación cambiaria y mayores presiones de costos asociadas a la pandemia. A la baja destacan las condiciones de holgura en la economía, menores presiones inflacionarias globales, y que un brote adicional reduzca la demanda de bienes y servicios. Al respecto, el balance de riesgos asociado a la nueva trayectoria esperada para la inflación es incierto.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25 %. Esta pausa refleja los retos y las disyuntivas que ha enfrentado la política monetaria en un entorno en el que la inflación general y subyacente se han visto presionadas, a pesar de la marcada debilidad de la actividad económica. Ello también permitirá consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3 %. 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 12 de noviembre de 2023

www.banxico.org.mx