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 13 de agosto 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 13 DE AGOSTO DE 2020

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 12 de agosto de 2020.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La economía mundial inició su fase de recuperación en mayo con la reapertura parcial de algunas de las economías de importancia sistémica. A pesar de ello, la actividad económica está aún muy lejos de los niveles que se tenían antes de la pandemia y existe una marcada incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación hacia adelante. Por su parte, la inflación ha permanecido bien comportada en la gran mayoría de las economías tanto avanzadas como emergentes.

Desde nuestra última reunión, los bancos centrales mantuvieron sus posturas acomodaticias. En el caso de la Reserva Federal, esta dejó ver que planea mantener dicha postura por un tiempo prolongado. Además, se mostró dispuesta a incrementar sus programas de compras de activos en caso de ser necesario. De esta forma, tanto los indicadores de mercado como las expectativas de los analistas anticipan que la tasa de la Reserva Federal permanezca sin cambios por lo menos hasta el cierre de 2021. En la mayoría de los países emergentes la tasa de interés de referencia se encuentra muy cerca o debajo del último dato de inflación. Se espera que, en promedio, las tasas de interés en estos países terminen el año en alrededor de 2.5 %.

Los mercados financieros internacionales continúan mostrando un cierto deterioro con respecto a las condiciones que prevalecían a principios de año. Sin embargo, en semanas recientes han mostrado un comportamiento positivo. Esto último se debe a una combinación de factores como la evolución relativamente favorable de la pandemia y el mantenimiento de la reapertura gradual de las economías; los apoyos fiscales y monetarios implementados por las economías avanzadas; e indicadores de recuperación y resultados corporativos más favorables a lo anticipado.

Con respecto a la actividad económica de México, después de la fuerte caída registrada en abril y mayo, esta comenzó a reactivarse en junio de acuerdo con diversos indicadores oportunos. Además, comienza a delinearse un patrón en donde la recuperación de las demandas externa y del sector secundario parecen ir más rápido que los indicadores de la demanda interna y del sector terciario.

El menor dinamismo en la recuperación del consumo y la inversión se debe a que los determinantes fundamentales de la demanda agregada permanecen muy deteriorados. La confianza tanto empresarial como de consumidores se encuentra en niveles históricamente bajos, el empleo ha caído de manera

significativa y el crédito al sector privado permanece estancado. Conforme avanzan tanto la pandemia como la reapertura de la economía, comienza a ser más evidente que la actual crisis dejará secuelas en los determinantes de la demanda agregada más allá de los generados por el choque de oferta inicial.

Las estimaciones de la brecha del producto dan cuenta del enorme impacto que actualmente experimenta la economía. Para ponerlo en perspectiva histórica, durante la crisis financiera global de 2008-2009 la brecha estimada llegó a ser de alrededor de -7 %. En cambio, en junio de 2020 la brecha del IGAE se ubicó en niveles de -16 %, aunque durante los meses de abril y mayo llegó a alcanzar incluso niveles cercanos a -24 %.

Por otro lado, si bien la inflación anual se incrementó en julio a 3.62 %, ello no pone en riesgo la estabilidad de precios en el país. Si se analiza con cuidado, el riesgo hacia adelante de una trayectoria desfavorable de la inflación parece ser muy acotado. Esto se debe a que el comportamiento reciente de los precios es consecuencia de factores que ejercen presión en distintas direcciones. En ese sentido, el incremento de la inflación en julio no debe distraer del comportamiento favorable que se ha observado en algunos de sus componentes.

En primer lugar, una débil demanda agregada está ejerciendo presión a la baja sobre varios precios. Esto se manifiesta principalmente en una disminución sostenida de la inflación de servicios que en julio alcanzó apenas 2.4 %. También se manifiesta en los precios de algunas mercancías, como la ropa y el calzado, que en meses recientes registraron incluso una deflación.

En segundo lugar, la disminución en los precios de las materias primas, especialmente de los combustibles, y su efecto sobre los costos de producción, también está generando un efecto favorable. Los precios de los energéticos disminuyeron fuertemente en marzo y abril y, si bien aumentaron recientemente, aún continúan por debajo de su nivel de principios de año.

Por otro lado, la disrupción de las cadenas de suministro, así como la depreciación del tipo de cambio, podrían estar ejerciendo presión al alza sobre los precios de las mercancías, especialmente de las alimenticias. Sin embargo, la disrupción de las cadenas de suministro es, en todo caso, de naturaleza transitoria, mientras que la depreciación del tipo de cambio podría explicar una parte del incremento de precios, pero no la totalidad.

Considero que un posible factor explicativo adicional del fuerte incremento en los precios de las mercancías alimenticias es la existencia de poder de mercado combinado con una modificación en los patrones de consumo resultado de la pandemia. Al experimentar un incremento importante en la demanda de este tipo de bienes, las empresas con poder de mercado pudieron incrementar sus precios y sus márgenes de ganancia. Esto es consistente con el hecho de que las compañías del ramo alimenticio registraron ventas y utilidades récord en el segundo trimestre del año, es decir, durante los meses más difíciles de la pandemia. La existencia de este poder de mercado también podría explicar por qué en México se observa una inflación mayor que en otros países en donde sus monedas se han depreciado con igual o mayor fuerza. En cualquier caso, todos estos factores actúan por el lado de la oferta y, ante ellos, es poco lo que puede hacer la política monetaria para contenerlos. Por otro lado, este tipo de efectos no implican choques sostenidos sobre los precios, sino que suelen ser efectos de una sola vez.

En general, considero que la reciente alza en la inflación no implica una preocupación mayor para la inflación hacia adelante. Los datos de la segunda quincena de julio son consistentes con esta perspectiva. Estos muestran que los precios de los energéticos ya han comenzado a estabilizarse al registrar un nivel similar al de la quincena anterior. Después de haber crecido 12 % desde su punto más bajo en mayo, los precios de la energía en la segunda quincena de julio crecieron en únicamente 0.5 %. Asimismo, los precios de las mercancías alimenticias también ya han comenzado a mostrar, en el margen, signos de estabilización.

Reitero mi consideración de que los riesgos para la inflación se encuentran acotados. Por un lado, existe un deterioro de la demanda agregada de una magnitud no antes vista y que persistirá por un número todavía indeterminado de trimestres hacia adelante. Por otro lado, el tipo de cambio ha permanecido relativamente estable ya por casi tres meses seguidos. Finalmente, las perspectivas para los mercados financieros, aunque todavía inciertas, son mejores que durante los peores momentos de la pandemia. Por todo ello, no se anticipan mayores presiones inflacionarias asociadas a estos factores. En contraste, se prevé que los precios de los combustibles se mantendrán en un nivel inferior al registrado a principios del año, en línea con sus referencias internacionales, lo que continuará ejerciendo presión a la baja sobre el resto de los precios de los bienes y servicios a través de su impacto en los costos de producción.

Por su parte, la lectura general de los distintos instrumentos que sirven para medir las expectativas de inflación es que estas se encuentran contenidas a pesar del incremento recientemente observado en la inflación. Por ejemplo, las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado se encuentran en 3.2 % para el promedio de 1 a 10 años.

Desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros en México han presentado un comportamiento relativamente estable. El peso mexicano se apreció ligeramente, la bolsa tuvo un ligero ajuste a la baja, el *CDS* se redujo en 9 puntos base y las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron disminuciones en todos sus plazos.

Considero que el comportamiento de los mercados financieros se ha beneficiado de las acciones de política monetaria y financiera que ha tomado el Banco de México. Estas acciones han provocado una disminución importante en las tasas de interés y en las primas de riesgo. Sin embargo, un determinante importante para estos mercados son las perspectivas de crecimiento económico, las cuales aún se encuentran muy deterioradas. La mejoría de estas perspectivas es una condición necesaria para que se produzca un comportamiento más favorable en los mercados de valores, el tipo de cambio y las primas de riesgo.

Por otro lado, debe reconocerse la importancia de otras acciones de política económica que pueden contribuir a la reducción de la incertidumbre y que manden señales apropiadas a los agentes económicos. En ese sentido, resulta particularmente valioso el anuncio de una iniciativa para reformar una parte del sistema de pensiones en México. Dicho anuncio contribuye a retirar un factor de incertidumbre que pesaba sobre los mercados y manda una señal correcta en el sentido de que la reasignación de la contribución gubernamental hacia los trabajadores de menores ingresos permitirá incrementar el valor percibido y real de un gran número de empleos formales sin que ello incremente los costos para las empresas. Esto sin duda contribuirá a promover la formalidad laboral.

Con base en todo lo anterior, mi voto es a favor de una disminución de 50 puntos base en la tasa de interés objetivo. Esto se fundamenta en que, por un lado, los riesgos para la inflación están acotados y, por el otro, a que la actividad económica presenta un deterioro sin precedentes con perspectivas de recuperación más lentas de lo originalmente anticipado. De esta forma, considero que la economía mexicana se beneficiaría enormemente de una política monetaria menos restrictiva, sin que ello implique poner en riesgo la estabilidad de precios.

Considero que una menor tasa de interés permitiría incidir positivamente sobre la trayectoria negativa observada en el financiamiento interno a hogares y empresas. Debe recordarse que la tasa de variación real anual del financiamiento ha venido decreciendo y que en junio fue incluso negativa. Los nuevos créditos en tarjetas, para compra de automóviles y de nómina han disminuido fuertemente. Igualmente, el crédito bancario a empresas de menor tamaño se redujo en más de 10 mil millones de pesos durante la primera mitad del año. El otorgamiento de nuevos créditos a empresas con menos de 100 trabajadores que operan en sectores de alta afectación por la pandemia se redujo en cerca de 50 % entre febrero y mayo. Asimismo, se observan condiciones más estrictas para adquirir nuevos créditos, al tiempo que el diferencial de tasas de interés de estos se ha incrementado, especialmente para las pymes.

Así, una menor tasa de referencia disminuiría las tasas de interés de nuevos créditos para las empresas mexicanas, lo que podría hacer la diferencia entre el cierre o la subsistencia. Si bien el riesgo crediticio de las empresas ha aumentado y, por ende, el diferencial de tasas ha aumentado, esto llama precisamente a reducir aún más la tasa libre de riesgo para evitar un incremento desmedido en los costos financieros.

En relación con el tema del financiamiento, cabe señalar que el Banco de México ha adoptado una serie de medidas orientadas a proveer de liquidez y a tratar de evitar la ocurrencia de una contracción crediticia. La banca de desarrollo está contribuyendo también mediante distintos esquemas de garantías. Es importante entonces que la banca comercial también ponga de su parte para que la existencia de las facilidades anunciadas por el banco central logre plenamente sus objetivos. La banca debe ser parte de la solución y no parte del problema. La solidez de la recuperación dependerá en forma importante de lo que haga o deje de hacer la banca comercial.

Por otra parte, considero que tiene poco sustento el argumento de que una postura más acomodaticia pudiera generar mayor inflación o inestabilidad financiera. Por el contrario, la flexibilización monetaria que hasta ahora hemos implementado ha repercutido favorablemente en los mercados financieros: el tipo de cambio ha recuperado terreno y se ha mantenido relativamente estable durante el último trimestre. Si bien las perspectivas para los mercados financieros todavía son inciertas, son mejores hoy que antes de comenzar el ciclo de relajamiento en marzo. Aunado a esto, una postura más acomodaticia puede terminar siendo favorable para los mercados financieros en la medida en que esta logre afectar positivamente las perspectivas económicas.

Hacia adelante, considero importante que la política monetaria continúe con su ciclo de relajamiento sin descartar la posibilidad de alcanzar una tasa de interés real cercana a cero o incluso negativa. Para fundamentar esta postura cabe recordar cuál fue la respuesta monetaria del Banco de México a la crisis financiera de 2008-2009 y cuáles fueron los resultados alcanzados en aquella ocasión. La situación era similar en el sentido de que se vivía tanto un choque real como un choque financiero. En ese entonces, y a pesar de un incremento de la inflación esperada por encima del 4 %, la Junta de Gobierno emprendió un ciclo de relajamiento monetario que, en menos de 10 meses, llevó la tasa de interés real a un terreno negativo. La postura acomodaticia se mantuvo en términos nominales durante los siguientes años e incluso se profundizó entre 2013 y 2015. Este relajamiento monetario permitió la recuperación de la economía al tiempo que los mercados financieros se vieron favorecidos por las mejores perspectivas de crecimiento económico. Como consecuencia de esto, el tipo de cambio se apreció y se produjo una disminución sostenida en las expectativas de inflación durante los años del relajamiento. Como ya se mencionó, las estimaciones más recientes de la brecha del producto sugieren que la afectación a ésta es más del doble de la que se vivió en 2008-2009. Estas condiciones reflejan la imperiosa necesidad de una tasa de interés real que pueda contribuir a mejorar las perspectivas de recuperación económica en el futuro cercano y que al mismo tiempo sea compatible con la estabilidad de precios.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Mi voto es por reducir en 50 puntos base el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día, para situarla en 4.5 %. Empieza a surgir el tema sobre el punto terminal del ciclo actual de relajación, en especial ante la posibilidad de que la permanencia de la tasa mínima podría ser prolongada. La velocidad de ajuste es clave debido a que se realiza en un ambiente de incertidumbre extrema ante el desenlace de la crisis pandémica. Por tanto, es necesario encontrar un balance entre lo que demandan las circunstancias de una recesión profunda y los riesgos existentes. En particular, debemos evitar que la materialización de alguno de estos riesgos implique una reversión abrupta de la tasa.

Después de nueve decisiones al hilo que han acumulado 325 puntos base a la baja, las especulaciones sobre la tasa terminal de este ciclo se han intensificado. La mayoría de los analistas anticipan que el piso de la tasa de referencia se ubicará entre niveles de 4.5 hasta 3 %, lo que sugiere que el ciclo de relajamiento todavía no va concluir. Esto se sustenta en que la inflación seguirá en trayectoria hacia la meta, con

expectativas ancladas; los riesgos en diversos frentes estarán bajo control, especialmente aquellos relacionados con la estabilidad de los mercados financieros; y en que la actividad económica se mantendrá deprimida por un largo periodo con una afectación mayor sobre el mercado laboral. Debido a esta última circunstancia y en línea con lo anticipado en el ámbito mundial, es muy probable que el nivel de tasa de fin de ciclo que se materialice permanezca por un tiempo prolongado con el fin de apuntalar la recuperación económica y favorecer el funcionamiento del sistema financiero.

No obstante, la velocidad de aproximación al piso es clave para evitar reversiones prematuras e indeseables en la política monetaria. En este sentido, la tasa terminal de referencia y su trayectoria se tendrán que seguir resolviendo de acuerdo a la información que la coyuntura provea. La depresión de la actividad económica permanecerá por un tiempo más, lo que es considerado prácticamente un hecho ante los múltiples escenarios estudiados. Esto implica que la trayectoria de la inflación, sus expectativas y el funcionamiento del sistema financiero serán determinantes en las decisiones futuras.

Las circunstancias muestran una economía en grave recesión ante el gran confinamiento por la pandemia de COVID-19, con una recuperación larga y difícil. La magnitud de esta crisis no se ha visto en los últimos 88 años, con una expectativa de caída del PIB a una tasa de doble dígito para este año, sin que todavía se pueda vislumbrar el patrón de recuperación. Diversos escenarios sugieren un período de dos hasta seis años para regresar al pico observado en el PIB en 2018. El grado de fragilidad es alto si se considera el daño de mediano y largo plazo sobre las empresas y la inversión, la cual ya se encontraba trastocada antes del surgimiento de la crisis sanitaria. Peor aún, el balance de riesgos para el crecimiento todavía se encuentra significativamente sesgado a la baja.

El impacto en empleo ha sido dramático y con consecuencias económico-sociales sin precedente. La Encuesta Telefónica de Empleo y Ocupación del Inegi, reportó que entre los meses de abril y junio se perdieron 12 millones de empleos de tiempo completo. De éstos, 7.4 millones de personas quedaron sin empleo alguno, mientras que 4.6 millones fueron reclasificados como subempleados, es decir, mantuvieron su empleo pero trabajan ahora menos horas y obviamente, con menos ingresos. Si bien, la tasa de desocupación abierta solo aumentó a 5.5 % de la Población Económicamente Activa en junio, frente a un 2.9 % en marzo, la mayoría de los desempleados quedaron desplazados de la fuerza laboral ante la dificultad de buscar empleo con las políticas de confinamiento. Si consideramos al aumento de 7.3 millones de personas disponibles pero económicamente inactivas como desempleo encubierto, la tasa de desempleo extendido aumentó a 24.9 % en junio, frente a un 12 % en marzo, por lo que una de cada cuatro personas que componen este universo no está laborando. Asimismo, los subempleados también necesitan un trabajo de tiempo completo como antes, que aunado al desempleo extendido comprende la brecha laboral. Ésta registró en junio una tasa de 40 %, el doble de lo observado en marzo. Aunque los números indican que ya tocamos fondo, pues en mayo la brecha laboral era de 53 %, el panorama de recuperación luce muy complicado. Una gran parte de los empleos perdidos no se repondrá ante el cierre de empresas derivado de los estragos post-pandemia. No queda claro cuántos años tomará la recuperación laboral.

La crisis económico-social demanda seguir firmemente con el ciclo acomodaticio para estimular a la economía; afortunadamente, hay espacio de acuerdo a las posturas monetarias absoluta y relativa. En consecuencia, la política expansiva puede continuar, sin dejar de reconocer las limitaciones de la política monetaria para dicho estímulo. La postura monetaria relativa mantiene cierto espacio, pero más acotado que en el pasado reciente por los riesgos en los mercados internacionales en tanto que las tasas se han reducido a consecuencia del ciclo de relajación monetaria, al punto que el diferencial de tasas a tres meses, ajustado por la volatilidad cambiaria, se encuentra en el rango promedio del complejo emergente; y que la posible utilización del peso como cobertura de divisas emergentes debido a que el bajo diferencial de tasas abarata la toma de posiciones en contra del peso. Estas circunstancias pueden generar presiones al peso y provocar volatilidad. Igualmente, un menor rendimiento incentiva la salida de capitales, que de marzo a la fecha ya registró 17 mil millones de dólares. Por último, el país enfrenta un sentimiento de aversión al riesgo debido a tensiones comerciales, conflictos geopolíticos y el proceso electoral en Estados Unidos.

La postura monetaria absoluta indica que hay mayor espacio para mantener una política expansiva, viéndola como la brecha existente entre la tasa neutral y la de referencia. La primera ha tenido una tendencia a la baja en los años recientes por causas estructurales a nivel interno y externo acompañadas por otras causas coyunturales debido a la pandemia. La segunda también ha tenido una reducción en los últimos meses ante nuestras decisiones de política monetaria. En suma, se considera que en el neto, esta brecha se ha ampliado, lo que permite mantener el ciclo a la baja de la tasa de interés de referencia.

Sin embargo, observamos también un repunte en la inflación y una revisión de las expectativas de inflación de corto plazo con un riesgo de desanclaje. Las presiones inflacionarias de los precios internacionales de los alimentos, las cuales se observaban desde el año pasado, se exacerbaron con la depreciación cambiaria y las distorsiones en las condiciones de oferta y demanda originadas por la pandemia. Por otro lado, los precios de los servicios continúan desacelerándose en línea con la ampliación de la brecha negativa del producto, por lo que claramente estamos enfrentándonos a un reacomodo significativo en los precios relativos. Existe el riesgo que estas presiones al alza en las mercancías alimenticias persistan y no sean contrarrestadas por las disminuciones en otros precios en línea con la holgura económica. De igual forma, la trayectoria descendente que registró la inflación el año pasado puede presionar al alza los precios actualmente por la cuestión de la base de comparación. El repunte de precios y el balance de riesgos incierto ha llevado a revisiones al alza de las expectativas de inflación de corto plazo, las cuales, de persistir, podrían modificar las de largo plazo que se mantienen por encima de la meta.

Las medidas adicionales, complementarias a nuestras decisiones de política monetaria tradicional, deben profundizar su instrumentación y eficacia. El mensaje de confianza sobre estas medidas se reforzó el 31 de julio cuando se informaron los avances obtenidos. Sin embargo, tenemos que asegurar que estas facilidades funcionen mejor al ampliar la liquidez y proveer mayor crédito a un menor costo. Debido a la complejidad operativa de las medidas orientadas al crédito, hemos tardado en iniciar su instrumentación. La necesidad económica demanda que estos recursos fluyan, pero la aversión al riesgo incrementa los costos de financiamiento. Por eso es importante bajar la tasa de referencia para abaratar el uso de estas facilidades. Una postura monetaria más laxa hará más efectiva la instrumentación de estas medidas y a la par se reducirá la carga financiera de las empresas, como se mostró en el Informe Trimestral pasado.

El deterioro de las finanzas públicas sigue como riesgo latente, especialmente el de Pemex, ya que incrementa la vulnerabilidad de la economía. Se estima que los principales indicadores fiscales serán más negativos que lo que las autoridades calculan en su último informe del segundo trimestre. Este panorama implica magnitudes mayores del déficit primario, de los requerimientos financieros y una deuda neta cercana a 60 % del PIB para el fin de 2020. La vulnerabilidad crucial se localiza en Pemex que enfrentará fuertes vencimientos que probablemente demandarán mayor apoyo fiscal, además del deterioro operacional que sufre día a día.

En suma, la velocidad de ajuste debe seguir buscando el balance entre lo que demandan las circunstancias de la crisis y los riesgos en los diversos frentes. La decisión de política monetaria en el corto plazo debe tener como objetivo contrarrestar los efectos devastadores de la pandemia sobre la actividad económica y el empleo, pero siempre con la mira de estabilizar las expectativas inflacionarias para evitar su desanclaje. En el claro contexto de un ciclo más acomodaticio, es necesario asegurar que la inflación se mantenga en trayectoria de convergencia a la meta y que cedan las presiones inflacionarias de corto plazo derivadas de las distorsiones del confinamiento. De lo contrario, será necesario reflexionar más a fondo sobre los alcances del actual ciclo de baja y su velocidad.

En esta crisis, la defensa más efectiva para las clases que menos tienen es proteger su poder adquisitivo y mitigar, en lo posible, la afectación del empleo. Esto es lo que le da sentido a mi voto por reducir en 50 puntos base la tasa de política monetaria.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

La emergencia sanitaria ha implicado una afectación sin precedente en la actividad económica global. Después de las pronunciadas caídas en marzo y abril, en mayo y junio se registró una incipiente mejoría en algunos indicadores que sugiere el inicio de una recuperación gradual. Lo anterior, derivado de la reapertura de actividades en algunas economías y de los cuantiosos estímulos fiscales y monetarios. No obstante, indicadores oportunos de julio apuntan a una moderación en el ritmo de recuperación en algunas economías, especialmente la estadounidense, dado el reciente aumento en las solicitudes iniciales de seguro por desempleo.

Así, las expectativas de crecimiento mundial continúan anticipando una recuperación gradual durante la segunda mitad de este año, seguida de un crecimiento moderado en 2021 apoyado por condiciones financieras favorables y políticas monetarias y fiscales expansivas. No obstante, la fortaleza y el ritmo de recuperación continúan con un alto grado de incertidumbre. A casi medio año del inicio de la pandemia y a pesar de múltiples esfuerzos en el desarrollo de vacunas y posibles tratamientos para combatir la enfermedad, hemos observado un repunte de nuevos casos en los países que han iniciado la reapertura de actividades, así como una marcada persistencia de contagios, principalmente en el continente americano.

Adicionalmente, prevalecen riesgos que podrían añadir mayor complejidad al panorama económico-financiero mundial como la intensificación de los conflictos comerciales, influidos por el proceso electoral en Estados Unidos; la posibilidad de eventos de crédito sistémico, por el posible contagio de la crisis hacia el sistema financiero, y la sostenibilidad de las finanzas públicas, dados los máximos históricos de las deudas soberanas y corporativas.

Dentro de este contexto, se observa heterogeneidad en el comportamiento de la inflación general a nivel global. Mientras que en las principales economías el nivel de precios permanece por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, ante las reducciones en los precios de los servicios que contrarrestaron el reciente repunte en los de los energéticos, en algunas economías emergentes se registran presiones al alza, debido a sensibles aumentos en el precio de las mercancías alimenticias y de la energía, así como por depreciaciones de sus monedas y otros factores idiosincráticos.

Derivado del balance a la baja para la inflación, las economías avanzadas mantienen una postura monetaria altamente acomodaticia para garantizar amplios niveles de liquidez, acceso al crédito y el funcionamiento ordenado de los mercados.

Resalta el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, que dejó inalterado el rango de la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 % y se prevé que este permanezca hasta el cierre de 2021. Asimismo, dicho instituto anunció que extenderá algunas facilidades de crédito y liquidez, y posiblemente implementará incrementos en sus programas de préstamo. Por su parte, el Banco Central Europeo junto con sus homólogos de Japón, Inglaterra y Canadá también mantuvieron sus tasas de referencia y reiteraron su compromiso de proveer mayor estímulo monetario, en caso necesario, para conducir la inflación hacia sus respectivas metas.

Respecto a los nuevos paquetes de estímulo fiscal, destaca el acuerdo alcanzado por la Unión Europea, por un monto adicional de 1.8 billones de euros, el cual contempla un fondo de rescate por 750 mil millones de euros.

Dichas medidas fiscales y monetarias han ejercido una influencia fundamental en el comportamiento positivo de los mercados internacionales. La mayoría de los principales índices accionarios aumentaron y recuperaron la mayor parte de las pérdidas observadas en el año, mientras que las tasas de interés de bonos gubernamentales presentaron movimientos acotados. Asimismo, se observó un debilitamiento del dólar, especialmente frente a las divisas vinculadas al crecimiento económico europeo. En tanto, el precio del petróleo se mantuvo con poca fluctuación, debido a la débil perspectiva de crecimiento global, mientras que los precios de los metales preciosos presentaron un alza significativa.

Los mercados financieros emergentes, por su parte, también se vieron beneficiados por un mayor apetito por riesgo de los inversionistas hacia activos de renta fija, no obstante, los flujos en renta variable continuaron siendo negativos.

Por lo anterior, la trayectoria de la economía global y de los mercados seguirá influida por la evolución de la pandemia y no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad.

En México, la estimación oportuna del PIB al segundo trimestre indica una caída de alrededor de 17 %, la más profunda en la historia de dicho indicador, acumulando cinco trimestres consecutivos de contracción. En particular, la actividad industrial y los servicios resintieron fuertemente las restricciones de movilidad al caer 23.59 y 14.54 %, respectivamente, mientras que las actividades primarias se contrajeron solo 2.48 %.

Por el lado de la demanda, los datos apuntan a que todos sus componentes sufrieron la mayor afectación en abril y mayo. En junio, las exportaciones mostraron cierta reactivación ante la reapertura de la economía estadounidense. No obstante, tanto el consumo privado como la inversión fija bruta cayeron significativamente desde los ya débiles niveles previos a la pandemia, y se anticipa que permanezcan así en los próximos meses, como resultado de la evolución de la emergencia sanitaria, la caída en los ingresos de los hogares y la pérdida de confianza empresarial en el país.

En el mercado laboral, si bien los datos en junio mostraron una ligera recuperación, la afectación continúa siendo sustantiva. Se estima que la tasa nacional de desempleo pasó de 4.2 a 5.5 % y que la informalidad se incrementó de 51.8 a 53 %.

En el sector formal, durante el primer semestre se acumuló una pérdida de 921 mil puestos de trabajo y en junio continuó el incremento en los retiros por desempleo, alcanzando un monto de 1856 millones de pesos, el más alto desde que se tiene registro.

Así, si bien se espera una recuperación de la actividad económica conforme las medidas de restricción de movilidad continúen relajándose, todo apunta a que esta será gradual y prolongada, por lo que la brecha del producto continuaría en terreno negativo.

Los pronósticos de crecimiento para 2020 y 2021 siguen revisándose a la baja. Conforme a la encuesta sobre las expectativas de los especialistas que aplica el Banco de México correspondiente a julio, la contracción prevista para 2020 aumentó nuevamente, de 8.8 a 9.9 %, mientras que la expansión esperada para 2021 se incrementó, de 2.8 a 3 %. En la misma línea, el *staff* del Banco ahora prevé una caída de entre 8.8 y 12.8 % durante 2020 y un crecimiento entre 1.3 y 5.6 % durante 2021. En ningún caso la trayectoria de la actividad en 2021 contrarrestaría la severa contracción de este año.

Desde nuestra reunión pasada, los mercados financieros locales han respondido al sentimiento global de menor aversión al riesgo. En particular, el peso se apreció 0.61 %, la bolsa disminuyó 0.31 %, las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron caídas a lo largo de la curva y el riesgo soberano continuó ajustándose moderadamente a la baja.

No obstante, persisten elementos que llaman a la cautela. Entre ellos, que las condiciones de operación, afectadas por el factor estacional de verano, continúan deterioradas; que el saldo negativo de la posición cambiaria neta siguió ampliándose, y que si bien los flujos de salida de inversionistas extranjeros en instrumentos de renta fija se han moderado, acumulan durante el año poco más de 15 mil millones de dólares, cifra que destaca entre los países emergentes.

Asimismo, otros factores de riesgo para la economía y la estabilidad macroeconómica se han incrementado. En particular, se espera un deterioro de las finanzas públicas para este y los siguientes años por faltantes de ingresos presupuestarios que, aun considerando el uso de recursos extraordinarios, como las coberturas petroleras y los recursos del FEIP, podrían llevar a los Requerimientos Financieros del Sector Público a niveles de entre 5 y 6 % del PIB y a su saldo histórico a niveles superiores a 55 % del PIB.

Un segundo elemento de preocupación continúa siendo la posible reducción en la calificación soberana y de Pemex, que se estima podría ocurrir en un horizonte de 18 meses. Dicha expectativa ya se ha traducido en un apretamiento en las condiciones financieras para el gobierno y las empresas mexicanas pero, en caso de materializarse la pérdida del grado de inversión soberano, esta conduciría a un incremento adicional en el costo de financiamiento y a mayores restricciones de acceso a fuentes de financiamiento.

En tercer lugar, continúa la retórica adversa del Gobierno Federal hacia la inversión privada y las afectaciones a contratos sobre proyectos en marcha, que han generado incertidumbre en el clima de negocios.

Por lo que se refiere a la estabilidad del sistema financiero, no se vislumbran señales de alarma, si bien se observa un aumento en los índices de morosidad en la cartera de consumo y empresarial, principalmente en el segmento de pymes. Lo anterior sugiere que, hasta el momento, y con el apoyo de las medidas anunciadas por el Banco de México, el sistema ha podido absorber adecuadamente el choque adverso.

No obstante, es posible que la situación pueda complicarse debido a la ausencia de apoyos fiscales directos al sector productivo, así como por la falta de otras medidas de acompañamiento, como programas de garantía que potenciarían el alcance de las medidas adoptadas por este banco central. En este sentido, las dificultades que algunas instituciones bancarias de menor tamaño han enfrentado recientemente podrían exacerbarse o empezar a surgir en otras instituciones, por lo que debemos mantener la vigilancia y actuar oportunamente.

En cuanto a la inflación, destaca el hecho de que el indicador de julio sorprendió al alza al incrementarse de 3.17 % en la primera quincena de junio a 3.62 % en julio. Llama la atención que a pesar de la importante contracción en la actividad económica y de la apreciación de la moneda, el componente subyacente aumentó, de 3.66 a 3.85 %.

En respuesta a estas cifras, las expectativas para la inflación general para el cierre del año se incrementaron de 3.07 a 3.61 %, lo que las ubica por arriba del objetivo del Banco por primera vez desde abril, mientras que para 2021 y años subsecuentes se mantienen alrededor de 3.5 %.

Desde que se impusieron las medidas de distanciamiento social, como banco central hemos enfrentado un entorno de incertidumbre global y local de magnitudes sin precedente.

En este contexto, tomamos un papel proactivo para reaccionar de manera oportuna y contundente a los enormes retos que para el cumplimiento de nuestras finalidades y objetivo prioritario implicaba la nueva realidad. En concreto, realizamos una reunión fuera de calendario en marzo, en la que aceleramos el ritmo de relajamiento monetario, basado en dos consideraciones. En primer lugar, debido a la naturaleza del choque, la prioridad fue garantizar la liquidez y el buen funcionamiento de los mercados, para lo cual las medidas extraordinarias anunciadas debían acompañarse de un relajamiento más rápido de la tasa de referencia. Lo anterior, reconociendo que esta, por sí misma, no sería una herramienta suficiente para contrarrestar el desplome de la actividad económica y que la prioridad era evitar que una crisis sanitaria se convirtiera en una financiera. En segundo, existía gran incertidumbre en cuanto a la evolución de la inflación, en virtud de que estaban presentes fuerzas que operaban en sentido opuesto. Por tal motivo, se procedió a actuar con cautela y seguir un enfoque gradual, a fin de incorporar oportunamente la información disponible y realizar ajustes para garantizar la convergencia de la inflación a su objetivo en el horizonte en que opera la política monetaria.

A cinco meses de esa coyuntura, el panorama ha cambiado de manera significativa. Ante la evolución favorable de los mercados financieros internacionales, los locales también reaccionaron positivamente a las medidas implementadas. Asimismo, parece que ya observamos un punto de inflexión en la actividad económica, por lo que la incógnita ahora está en el ritmo de la recuperación, la cual dependerá de la evolución de la pandemia, la recuperación de las economías avanzadas, en particular la estadounidense, y la evolución de la demanda interna.

En la inflación resalta una dinámica que me parece es imperativo analizar cuidadosamente, ya que a pesar de los márgenes de holgura amplios y la apreciación de la moneda, tanto la inflación general como sus componentes han registrado niveles consistentemente por encima de los pronósticos.

Por un lado, al interior del componente subyacente se ha presentado una recomposición en la incidencia de los precios de las mercancías y de los servicios, con niveles de inflación de casi 7 % en las primeras que han contrarrestado la caída en los precios de los segundos. Por el otro, el componente no subyacente ha sido impulsado al alza primordialmente por la recuperación de los precios de los energéticos por encima de lo previsto. La dinámica descrita ha propiciado un ajuste al alza de los pronósticos, con un balance de riesgos incierto.

Asimismo, las expectativas de inflación en el corto plazo se han incrementado, mientras que en el largo permanecen en niveles superiores a nuestra meta inflacionaria. Resalta el hecho de que en el mapa de riesgos se identificó el posible desanclaje de las expectativas de inflación como uno de los diez riesgos principales de mediano plazo.

El aumento de la inflación y sus expectativas en medio de la mayor recesión de la que se tiene registro sugiere que debemos reconsiderar la influencia desinflacionaria que hemos atribuido al componente cíclico de la actividad económica. Los riesgos de no converger a la meta durante nuestro horizonte de pronóstico se han incrementado y las desviaciones cada vez parecen menos atribuibles a un fenómeno transitorio. Asimismo es importante destacar su impacto regresivo por afectar mayormente a los deciles de menores ingresos.

Lo anterior apunta a que el espacio para continuar con el relajamiento de la política monetaria se ha reducido, por lo que debemos seguir una secuencia que permita ajustar las decisiones conforme se cuente con mayor información y que transmita el mensaje de que el Banco no encuentra aceptable la trayectoria ni los niveles de inflación que observamos. Ello, con el objetivo de inducir una corrección en las expectativas de inflación para propiciar que converjan a la meta del 3 %.

Otro factor relevante que llama a una conducción más cautelosa de la política monetaria por parte de este Instituto Central es la mayor sensibilidad que han mostrado los flujos en la posición de no residentes en títulos de renta fija en México, frente a otras economías emergentes, a pesar de mantener una posición monetaria absoluta y relativa menos laxa.

Por todo lo anterior, mi intención de voto en esta ocasión es disminuir en 25 puntos base la Tasa de Interés Interbancaria a un día, para dejarla en 4.75 %.

Considero que el comunicado de política monetaria debe enfatizar que esta decisión es congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el periodo en el que opera la política monetaria, tomando en cuenta las revisiones a la baja en los pronósticos de la actividad económica y al alza para la inflación, en un entorno de elevada incertidumbre global y local. Por ello, es conveniente reiterar que la Junta de Gobierno actuará conforme la información disponible.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Tras dos trimestres consecutivos en contracción, la información oportuna sugiere un repunte importante de la actividad económica global durante el periodo julio-septiembre. Aun cuando se anticipa que la recuperación se extienda hasta el cierre de este año y durante el siguiente, es de esperarse que la magnitud de los incrementos secuenciales vaya moderándose conforme esta procede.

En virtud de la naturaleza de los diversos factores que continuarán definiendo la trayectoria de la economía, el panorama descrito sigue sujeto a riesgos de consideración que presentan un sesgo a la baja.

Entre estos, cabe destacar la posibilidad de que el retiro de las medidas de confinamiento y de restricciones a la actividad sea más lento al previamente anticipado, e incluso de que estas sean restablecidas, en respuesta a una evolución desfavorable de la pandemia de COVID-19, como la observada en semanas recientes en varios países. Asimismo, la heterogeneidad de los resultados en el ámbito sanitario podría menguar el impulso y la sostenibilidad de la recuperación.

En segundo lugar, no se puede descartar que las medidas de política económica implementadas en respuesta a la pandemia se retiren o atenúen de manera prematura. Si bien esto difícilmente aplicaría para la política monetaria, al contar con el compromiso explícito de los principales bancos centrales de mantener posturas altamente acomodaticias por el tiempo que sea necesario, e incluso en algunos casos de reforzar el estímulo provisto, preocupa el caso de las correspondientes al ámbito fiscal, especialmente en contextos en que el espacio disponible para su ampliación se encuentra limitado y/o politizado.

En tercer lugar, el alcance de la recuperación podría verse restringido por retrocesos en materia de política comercial, mismos que podrían incidir adversamente en la trayectoria de la economía mundial. A este respecto, cabe señalar la intensificación reciente de las tensiones entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios comerciales, tales como China y Canadá.

En adición a lo anterior, ante los riesgos señalados y otros externos e internos de naturaleza económica, política o geopolítica, pueden observarse nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. No obstante la relativa estabilidad que estos han mostrado en las últimas semanas, redundando en un continuo relajamiento de las condiciones financieras globales, la experiencia reciente ilustra lo desordenados que pueden llegar a ser los ajustes derivados de cambios en el sentimiento de estos mercados. En este contexto, los precios de los activos de las economías emergentes han extendido las ganancias registradas en semanas previas, si bien moderadamente en virtud del sentimiento de cautela que aún prevalece.

La información preliminar muestra una fuerte contracción de la economía mexicana durante el segundo trimestre de 2020. La caída de la economía en ese lapso es la mayor desde que se cuenta con información trimestral para el PIB. Lo anterior es resultado fundamentalmente de los efectos internos y externos de la pandemia y de las medidas adoptadas para hacerle frente. A esto cabe agregar factores que han estado presentes desde meses anteriores, entre los que destaca un entorno de políticas públicas poco propicio para estimular la inversión privada.

La actividad económica parece haber registrado su contracción más aguda en abril y tocado fondo en mayo. El crecimiento mes a mes implícito en la estimación oportuna del PIB para el segundo trimestre y en la información disponible para el IGAE, apuntan a un rebote de la actividad económica en junio. A esto cabe agregar la información que se deriva de otra serie de variables, tales como la producción industrial, las exportaciones, e indicadores oportunos del consumo y la inversión.

Este desempeño fue impulsado por la gradual reapertura de actividades en algunos sectores y una mejora de la demanda externa. El repunte más importante se ha observado en el sector industrial, con una fuerte orientación al exterior, en tanto que el crecimiento del de servicios ha mostrado un rezago mayor. Si bien

existe información escasa para julio, los indicadores disponibles, entre ellos los de opinión y confianza empresarial, las ventas internas y la producción de automóviles, y las ventas de la Antad, continúan mostrando una trayectoria al alza.

Es importante señalar que esta expansión se inicia a partir de una situación muy deprimida de la actividad económica. Así, la gran mayoría de los indicadores de demanda y de producción muestra fuertes caídas a tasa anual y respecto a los niveles previos a la pandemia. Adicionalmente, persiste la incertidumbre tanto sobre la fortaleza como respecto de la permanencia de la recuperación y, ante el riesgo de un rebrote de la pandemia, la posibilidad de un nuevo episodio de contracción no puede descartarse.

Estos riesgos se acentúan en virtud del modesto apoyo cíclico de la política fiscal, lo que no solamente priva de este soporte a la recuperación, sino que también incrementa la posibilidad de daños más duraderos al aparato productivo. Las implicaciones para el crecimiento potencial de la economía pueden ser considerables, sobre todo al tomar en cuenta el desplome de la inversión, que cayó 16 % de julio de 2018 a marzo de este año y 32 % adicional en los siguientes dos meses, y la necesidad de poner en marcha un conjunto de acciones enfocadas en incrementar la productividad.

Como resultado de esta combinación de factores, las proyecciones para el crecimiento del PIB se han seguido ajustando a la baja. De esta forma, se mantiene la perspectiva de una amplia brecha negativa del producto para este año y el siguiente.

La evolución de la actividad económica se ha reflejado en el mercado laboral. Los niveles de ocupación, la participación laboral y la tasa de subocupación han registrado cierta mejoría. No obstante, la situación muestra un deterioro considerable frente a la que existía antes de la pandemia. Del inicio de esta a junio, el personal ocupado ha caído en casi 7 millones, y la recuperación observada en el margen se concentró en el sector informal. Asimismo, el total de trabajadores desocupados, subocupados o no económicamente activos pero disponibles para trabajar, se ubicó en junio de este año en casi 26 millones, frente a los 12 millones registrados en el mismo mes del año anterior.

No obstante la marcada debilidad de la economía, la evolución reciente de la inflación ha sorprendido al alza. En parte, lo anterior responde al comportamiento de la inflación no subyacente dado el reciente aumento de los precios de los energéticos. Sin embargo, es más preocupante que también el componente subyacente esté mostrando una trayectoria mayor a la prevista. En julio, este componente se ubicó en su nivel más elevado en 13 meses.

La evolución de la inflación subyacente ilustra los efectos en sentidos opuestos de la pandemia sobre la inflación. Por una parte, los precios de las mercancías están siendo afectados por choques de oferta, otros de demanda sobre ciertos productos específicos y la depreciación del tipo de cambio. Las presiones, que en un principio se concentraron en las mercancías alimenticias, se han extendido a las no alimenticias. Por otra parte, el comportamiento de los precios de los servicios es un reflejo tanto de la naturaleza de la pandemia, por ejemplo a través de su impacto en los servicios turísticos, como de la contracción de la actividad económica.

Sería de esperarse que los choques de oferta se disipen con el tiempo. Asimismo, frente a la perspectiva de una muy elevada brecha negativa del producto, parece razonable anticipar que la inflación cederá, permitiendo su convergencia a la meta durante la segunda mitad de 2021.

Sin embargo, existen varios elementos de preocupación.

Primero, el tipo de cambio del peso puede verse sujeto a presiones en los próximos meses. Además de un entorno externo difícil, caracterizado entre otros riesgos por las elecciones presidenciales en Estados Unidos, existen diversos factores idiosincrásicos que pueden impactar el valor de nuestra moneda,

incluyendo la situación de Pemex, este y otros desafíos para las finanzas públicas, y las implicaciones para la calificación soberana de México.

Segundo, siguen observándose expectativas de inflación tanto de corto plazo como de largo plazo por encima de la meta. En aquellas para 2021, llama la atención el contraste entre la mediana de los analistas y las proyecciones del Banco Central. Adicionalmente, las de largo plazo se han arraigado más firmemente por encima de la meta. Lo anterior se refleja en una cada vez menor dispersión alrededor de 3.5 % para el caso de la general, y en que las expectativas para la subyacente han aumentado a lo largo del año para ubicarse en la actualidad prácticamente en ese mismo nivel. La perspectiva de cifras relativamente elevadas hasta el segundo trimestre de 2021 puede acentuar las dificultades para reducir las expectativas de inflación.

Lo anterior sigue planteando un reto para la credibilidad de la meta de inflación. Es difícil precisar el origen de este problema, ya que esto se puede derivar de distintos factores, entre los que se encuentran la exposición de la economía mexicana a choques externos y la implementación de políticas internas, incluyendo ámbitos más allá del monetario. En todo caso, es importante analizar con objetividad esta situación y las señales que proporciona, ya que tiene implicaciones para la política monetaria y un diagnóstico equivocado puede agravar las dificultades.

El comportamiento de los mercados financieros internos ha continuado, determinado por las condiciones externas, pero también por las acciones que han puesto en marcha el Banco de México y otras autoridades para hacer frente a las repercusiones de la pandemia.

De esta forma, se ha mantenido una relativa estabilidad tanto en el mercado cambiario como en el de renta fija. De hecho, hoy en día, las tasas de rendimiento sobre valores gubernamentales a largo plazo muestran cifras similares o incluso inferiores a las observadas antes de la pandemia. En este contexto, las salidas de inversionistas extranjeros se han aminorado y, si bien no se observa todavía un regreso a una situación de normalidad, las condiciones de operación en los mercados de renta fija han mostrado una mejora importante.

No obstante el comportamiento descrito, y otros elementos positivos para los mercados financieros internos y en general para la economía mexicana, como el reciente anuncio de que se pondrán en marcha medidas para reformar el sistema de pensiones, se observan riesgos de consideración. El impacto de la pandemia ya se refleja en los índices de morosidad de algunos segmentos de la cartera crediticia tanto de bancos como de instituciones financieras no bancarias. Además, a pesar de las acciones implementadas por el Banco de México, el crédito bancario ha seguido debilitándose, lo que sugiere que las medidas monetarias y de provisión de financiamiento serán insuficientes si no vienen acompañadas de garantías al crédito bancario a sectores prioritarios. Asimismo, aunque el sistema financiero en su conjunto mantiene una posición sólida, será necesario asegurar una capacidad de respuesta adecuada de las autoridades financieras a los potenciales retos, especialmente en virtud de que apenas estamos enfrentando las consecuencias iniciales de la pandemia.

A lo anterior cabe agregar otros desafíos, tanto de orden interno como externo, a los que deberá hacer frente el sistema financiero.

En lo interno, las perspectivas de la calificación soberana de México representan una de las fuentes principales de preocupación. Según una encuesta reciente de un banco de inversión, menos del 10 % de los entrevistados considera que México no perderá el grado de inversión, y cerca de 70 % estima que esto ocurrirá ya sea en 2021 o en 2022. La situación de Pemex y las finanzas públicas constituye el principal factor explicativo. A las dificultades que ya se observaban a este respecto desde hace tiempo, ahora se suma el impacto de la pandemia. De no actuarse de manera oportuna, los costos probablemente se materializarán con relativa rapidez, en virtud de la tendencia de los mercados de anticipar su reacción a este tipo de eventos.

La situación descrita da lugar a retos de consideración para la política monetaria. Las proyecciones del Banco Central sugieren que un ajuste adicional de la tasa de referencia sería compatible con el cumplimento de la meta de inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria. Sin embargo, también es claro que los riesgos de disminuciones adicionales de la tasa de interés se han acentuado debido a las persistentes presiones inflacionarias, y a las potenciales implicaciones de un menor diferencial de tasas de interés en una economía muy abierta a flujos de capital y operando con una moneda con alta liquidez global en un contexto de elevada incertidumbre.

A mi juicio, la disyuntiva que se presenta es si ajustar la tasa de referencia en 25 o 50 puntos base. Haciendo un balance de la situación actual, creo que en virtud de que persiste la perspectiva de una convergencia tanto de la inflación general como de la subyacente a 3 % en la segunda mitad de 2021, y de la magnitud anticipada de la brecha negativa del producto, la tasa de política monetaria puede reducirse en 50 puntos base a 4.5 %, por lo que este es el sentido de mi voto.

Me parece importante enfatizar que el enfoque de cautela adoptado hasta la fecha para la implementación de la política monetaria ha funcionado de manera satisfactoria. Se ha argumentado que la tasa de política monetaria en México es alta en comparación con otras economías emergentes, pero lo anterior no toma en cuenta que para hacer una comparación válida es necesario ajustar las tasas por el riesgo cambiario. Además, en ausencia de movimientos de capital que lo justifiquen, determinar la tasa de referencia en México con base en el nivel de esta en otras economías emergentes, sería el equivalente de definir la política monetaria de un país a partir del desempeño inflacionario de otros.

También debe considerarse que la postura monetaria en México ha desempeñado un papel central para contener potenciales incrementos de las tasas de interés de largo plazo. En la actualidad, las tasas de interés sobre valores gubernamentales a 10 años en México son más bajas que en diversas economías emergentes con tasas de referencia menores, como Brasil, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica, y similares a las de Colombia, cuya tasa de política monetaria es de 2.25 %.

La reducción de la tasa de referencia en México a 4.5 % la ubicaría por debajo del rango estimado para la tasa neutral. Esta seguramente está siendo afectada por la pandemia en ambas direcciones, al alza por el más difícil acceso a financiamiento externo y la incertidumbre imperante, a la baja por la probable disminución del crecimiento potencial. Si bien es difícil hacer una evaluación precisa de la postura de política monetaria con base en este indicador, la información disponible sugiere que se ubica en terreno expansivo.

Considero que con una tasa de referencia de 4.5 % en México, los márgenes para reducciones adicionales, de existir, se estrecharían significativamente. En virtud de lo anterior, la política monetaria deberá ser aún más cautelosa en los próximos meses y, si la información disponible lleva a la conclusión de que existe espacio para un relajamiento adicional, es de esperarse que los ajustes deban ser más graduales de lo observado en meses recientes.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Las medidas para reducir el contagio del COVID-19 han implicado una súbita y profunda contracción en la economía global, especialmente en los meses en los que se adoptaron las medidas más extremas de confinamiento. Las previsiones para la economía mundial han sido en lo general, revisadas a la baja para 2020, y consideran una recuperación durante el segundo semestre del año y con mayor claridad en el 2021.

La afectación más profunda en las principales economías avanzadas se presentó en marzo y abril, con cierta recuperación en mayo y junio, si bien desde niveles muy bajos de actividad. Para el segundo semestre la dinámica de contagio y las acciones de distanciamiento social serán un factor de riesgo para la recuperación de todas las economías y regiones, que sigue sujeta a un alto grado de incertidumbre y heterogeneidad entre países.

La suspensión en la producción de bienes y servicios en múltiples sectores propició una contracción sin precedente, por su profundidad y amplitud. En la medida que se han revertido algunas de estas restricciones se ha presentado un punto de inflexión y cierta recuperación. No obstante, aún se mantienen niveles de actividad claramente inferiores a los niveles previos a la pandemia.

En las economías de importancia sistémica, las políticas para aminorar los efectos de la pandemia en el empleo y los ingresos de hogares y empresas han mitigado la afectación en la actividad económica y revertido el aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros globales.

La contracción ha sido generalizada, las mayores afectaciones se concentran en algunos sectores manufactureros y de servicios presenciales intensivos en mano de obra, así como en las micro y pequeñas empresas, que tienen una menor capacidad para enfrentar reducciones prolongadas de ingresos.

El desempeño reciente de las economías refleja la interacción de diversos factores: la dinámica de la pandemia, su tasa de contagio y letalidad; las menores restricciones de confinamiento y la gradual recuperación de la actividad productiva de bienes y servicios; la cobertura y cuantía de los programas de apoyo al empleo y a los ingresos de las empresas y hogares; la importancia relativa de los sectores más afectados por la pandemia en la economía; la flexibilidad del mercado laboral; las condiciones financieras y la disponibilidad de financiamiento, y la solidez del sistema financiero.

En términos generales, las economías estadounidense y de la zona euro presentaron una importante contracción en el segundo trimestre del año, y una significativa recomposición del gasto, con aumento en los alimentos y bebidas y contracciones significativas en alojamiento, servicios de recreación, transporte y servicios de alimentación. Ello impacta tanto por el lado de la actividad, como por el lado de precios e inflación.

En general, se han presentado aumentos en los precios de los alimentos y reducciones en los de una amplia gama de servicios. En estas economías y regiones ha dominado la reducción en la inflación general y la subyacente, y si bien pudiera haber algunas afectaciones por el lado de la oferta, estas han sido menores, y los mercados financieros y las autoridades monetarias anticipan que prevalecerá la debilidad por el lado de la demanda y la inflación se mantendrá en niveles bajos e inferiores a sus metas por un tiempo prolongado. En este contexto, las tasas de interés de corto, mediano y largo plazo en las economías avanzadas han alcanzado niveles mínimos históricos. Esto ilustra la debilidad que esperan por el lado de la demanda y sus efectos desinflacionarios.

En materia laboral, la tasa de desempleo en Estados Unidos se incrementó marcadamente en abril y mayo, rebasando 14 % y posteriormente mejoró a niveles cercanos al 10 %. De febrero a abril perdieron más de 22 millones de empleos y a julio recuperaron más de 9 millones. En contraste, en la zona euro, Reino Unido y Japón, la tasa de desempleo presentó incrementos moderados y un aumento en el uso de los programas de conservación de empleo que mantienen la vinculación laboral.

Las tasas de contagio del virus aún entre las economías avanzadas han presentado marcadas diferencias, introduciendo mayor incertidumbre a las expectativas de recuperación económica. Destaca el aumento en los contagios en Estados Unidos, especialmente en California, Texas y Florida. En este contexto, en los últimos meses se presentó cierta depreciación del dólar frente a una canasta amplia de divisas, inclusive de economías emergentes, y especialmente respecto al oro y la plata.

En marzo y abril, los efectos adversos de la pandemia propiciaron una afectación significativa en los mercados financieros internacionales. Posteriormente, los programas de estímulo fiscal, monetario y financiero y la apertura gradual de actividades en las economías de importancia sistémica, contribuyeron a un mejor comportamiento en los mercados financieros globales. Inclusive, algunos mercados bursátiles en economías avanzadas ya registran niveles superiores a los anteriores a la pandemia. A su vez, los mercados de las economías emergentes han tenido un mejor desempeño. Sin embargo, a pesar del relajamiento de

las condiciones financieras en las economías emergentes en los últimos meses, en general, éstas aún enfrentan condiciones más restrictivas que las registradas antes de la pandemia.

Adicionalmente, si bien en los últimos meses los precios de las materias primas han presentado cierta recuperación, las afectaciones a la demanda global las mantienen en niveles bajos, lo que implica menores ingresos públicos y un deterioro en los términos de intercambio de diversas economías emergentes. Además, a diferencia de algunas economías avanzadas con monedas de reserva, las mayores necesidades de financiamiento del sector púbico presionarán significativamente la disponibilidad de recursos financieros en las economías emergentes.

A pesar de la mejoría en los mercados financieros globales, persisten riesgos y fragilidades. Puede deteriorarse la dinámica de contagio de la pandemia, con afectaciones en los mercados financieros y la actividad económica. Ello podría incrementar la morosidad en los créditos a empresas y hogares. En algunas economías los programas de apoyo a empresas y hogares han disminuido el impacto del desempleo y la contracción en los indicadores de morosidad, como ha sucedido en Estados Unidos.

Las economías emergentes han tenido que enfrentar los choques de oferta y de demanda en la actividad económica, así como un choque financiero. Todo ello agravado por el deterioro en los precios de materias primas y afectaciones en otros ingresos del exterior. Esto condujo a múltiples reducciones en las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano entre economías emergentes, reforzando de manera pro-cíclica el menor apetito por riesgo y salidas de capital, especialmente en marzo y abril.

En los últimos meses se ha moderado la intensidad del choque financiero y se ha contenido la recomposición de portafolios. No obstante, prevaleció un entorno de volatilidad y persiste la fragilidad en los mercados financieros de las economías emergentes, así como una mayor brecha entre las necesidades de financiamiento del sector público y la demanda por instrumentos de renta fija.

Las afectaciones de la pandemia sobre la actividad económica en México han sido muy significativas. La estimación oportuna del PIB para el segundo trimestre del año muestra una contracción trimestral de 17.26 % ajustado por estacionalidad. Especialmente en abril, y en menor medida en mayo, la actividad económica registró una contracción significativa por la suspensión de actividades productivas en una amplia gama de bienes y servicios. Destacó la caída de la producción industrial, de más de 26 % de marzo a mayo. Así, el uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera en abril y mayo se redujo en más de 36 % y en algunos subsectores en más de 60 %. De la producción de los sectores primario, industrial y de servicios, en abril y mayo, más de 50 % de todos los subsectores registraron contracciones anuales negativas de más de dos dígitos, cifra muy superior a la comparable en los peores dos meses en la crisis de 2009 y 1995. Adicionalmente, la debilidad de la demanda en esos meses fue muy significativa, tanto del consumo como de la inversión. El indicador mensual de consumo privado presentó una contracción mensual de 19.6 % en abril y de 1.7 % en mayo, con una contracción anual de 23.5 % ajustado por estacionalidad.

Para junio se prevé una recuperación gradual, a partir de niveles muy bajos de actividad productiva, ello en respuesta tanto al relajamiento de las restricciones a la movilidad social, como a la recuperación de la demanda externa, que ha tenido un efecto positivo en las exportaciones y en la producción manufacturera. En particular, la producción industrial en junio repuntó con un avance mensual de 17.9 % ajustado por estacionalidad, si bien aún presenta una contracción anual de 17.5 % ajustado por estacionalidad.

En la demanda interna en junio, se prevé que el consumo y la inversión se mantendrán especialmente débiles y resentirán los estragos del distanciamiento social asociado a la pandemia. Las ventas totales de la Antad presentaron una contracción de 14.8 % anual con cifras desestacionalizadas en junio y de 10 % en julio. Esto también se infiere tanto de los indicadores de movilidad como del consumo de gasolinas.

La pandemia ha ocasionado marcadas afectaciones tanto por el lado de la oferta o la producción, como por el lado de la demanda de hogares y empresas, destacando la recuperación que ha presentado

recientemente la demanda externa y su impulso en la producción, si bien persiste la debilidad de la demanda interna. A ello se agrega la menor disponibilidad de financiamiento para hogares y empresas, especialmente las de menor tamaño.

En cuanto a los ingresos por remesas, si bien la desocupación de la población de origen mexicano en Estados Unidos fue elevada, tres cuartas partes de éstos son ciudadanos norteamericanos y han contado con otros elementos de apoyo al gasto. Ello ha contribuido a que las remesas se mantengan en expansión, en apoyo al gasto interno.

El empleo formal, medido a través de los asegurados en el IMSS, se contrajo 1 030 366 puestos entre febrero y mayo, posteriormente, en junio se redujo en 83 311 trabajadores. Adicionalmente, se estima que entre marzo y abril se redujo la población ocupada en 12.5 millones de personas del sector formal e informal. Al respecto, si bien la tasa de desocupación sólo pasó de 2.9 % en marzo a 4.7 % en abril, ello se debe a una muy elevada salida de personas de la fuerza laboral, 12 millones de personas salieron de la PEA.

Las estimaciones de la brecha de producto y de holgura en la economía se incrementaron de manera significativa por las afectaciones de la pandemia, alcanzando niveles inferiores a los de la crisis financiera de 2008 - 2009, de 1995 y principios de la década de los ochenta.

Entre los principales riesgos para la actividad económica destacan: que se prolonguen las afectaciones en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; episodios adicionales de aversión al riesgo en los mercados financieros; las presiones en los ingresos públicos podrían afectar las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros; agravamiento de tensiones geopolíticas, políticas y sociales en economías sistémicas, y problemas de solvencia en hogares y empresas, que presionaría la estabilidad del sistema financiero.

La afectación económica dependerá de los avances en la contención de la epidemia, de la identificación de un tratamiento eficaz y de los avances para desarrollar una vacuna. A la fecha, las perspectivas sobre dichos factores implican un sesgo negativo para la actividad económica.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida y sostenible en el tiempo, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto. 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.

La inflación general anual ha resentido los efectos de la pandemia. El componente no subyacente presentó en abril una variación anual negativa por primera vez desde que se tiene registro. Esto como resultado de las caídas en los precios internacionales de los combustibles por la debilidad global, si bien esto se ha revertido gradualmente. El componente subyacente ha aumentado en los últimos meses alcanzando 3.85 % en julio, con dos tendencias opuestas a su interior. Los servicios redujeron su variación anual de 3.48 % en febrero a 2.4 % en julio, reflejando la importante caída en su demanda por las medidas de distanciamiento social. En sentido contrario, a partir de marzo aumentó la variación anual de las mercancías alcanzando 5.19 % en julio, en la que destacan las variaciones anuales de 6.89 % en los alimentos, bebidas y tabaco, reflejando la recomposición del gasto de los hogares hacia estos productos por la pandemia.

El comportamiento de la inflación reflejará los efectos de los ajustes de precios relativos que se están presentando y los de la profunda debilidad de la demanda agregada, tanto global como nacional. En la inflación de otras economías también se han presentado estos factores, si bien en la mayoría de estas han dominado los efectos de la debilidad de la demanda. Así, en contraste con lo que ha sucedido en México, en todas las economías avanzadas y en una amplia muestra de economías emergentes la inflación general y subyacente se ubica en niveles claramente inferiores a su meta. En dichas economías, tanto las brechas de inflación como las del producto apuntan en la misma dirección.

El escenario central esperado para la inflación en el corto plazo refleja los efectos en variación anual asociados a algunos ajustes de precios que se han presentado recientemente. Estos han propiciado algunos aumentos en la inflación subyacente y también se prevén algunos efectos de base de comparación en los energéticos en el componente no subyacente. En el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que la inflación general y la subyacente se ubiquen alrededor de 3 %. Este escenario refleja la fuerte influencia que tendrá la debilidad de la demanda en los próximos meses, si bien persisten factores de riesgo y no se pueden descartar afectaciones adicionales por el lado de la oferta o ajustes cambiarios adicionales. Así, el balance de riesgos asociado a la trayectoria esperada para la inflación se mantiene incierto.

Los retos que enfrenta la política monetaria ante la compleja coyuntura actual tienen dos dimensiones, la profunda contracción económica asociada a la pandemia y sus efectos sobre la inflación, así como las repercusiones del choque financiero de aversión al riesgo global y de ajuste de portafolios que enfrentamos.

Entre los retos para consolidar un ajuste ordenado de la economía nacional ante un entorno particularmente adverso y consolidar una inflación baja y estable, destaca el de propiciar el buen funcionamiento en los mercados financieros nacionales, especialmente en el mercado cambiario y de renta fija, evitando ajustes de portafolio abruptos y salidas de capital. También es necesario mantener la disponibilidad de financiamiento a empresas y hogares, para lo cual el Banco de México ha venido ajustando las medidas y facilidades anunciadas a fin de proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y reforzar los canales de crédito en la economía, los cuales podrían tener mayor impacto si se combinan con programas de garantía de la banca de desarrollo.

Considerando que el choque financiero opera en un horizonte de menor plazo que el choque sobre la actividad económica, resalta el beneficio de propiciar un ajuste ordenado en los mercados cambiarios y de renta fija, a fin de contar con un mayor margen de maniobra disponible. Para ello, es necesario identificar los retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria, incorporando toda la información disponible y considerando un amplio rango de escenarios.

Considerando todo lo anterior, en esta ocasión mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 4.5 %. Hacia adelante, el espacio disponible para la política monetaria que deberá evaluar la Junta de Gobierno dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre las perspectivas de inflación y de los efectos que en ellas pudiera tener la pandemia.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 13 de agosto de 2023

www.banxico.org.mx