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 15 de agosto de 2019

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 15 DE AGOSTO DE 2019

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

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 14 de agosto de 2019.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

Desde la última reunión de política monetaria, la actividad económica mundial ha continuado debilitándose y en varios países el crecimiento durante la primera mitad de 2019 fue menor a lo anticipado. En este contexto, en julio, el FMI revisó nuevamente a la baja su pronóstico de crecimiento en 2019 para un número importante de países y regiones.

La desaceleración de la actividad económica mundial ya se percibe en las cifras de producción industrial, en los nuevos pedidos de bienes de capital, así como en los datos oportunos de comercio internacional. La tendencia decreciente de estos tres indicadores ha persistido ya por varios meses.

La desaceleración mundial se explica por el deterioro continuo del ambiente de negocios global debido a un agravamiento de la disputa comercial entre China y Estados Unidos. Además de lo anterior, la incertidumbre también ha aumentado debido al Brexit y a algunos episodios de estrés financiero en países emergentes. Todo ello impacta negativamente a la demanda agregada global, lo cual se refleja en las cifras de comercio, consumo e inversión.

En Estados Unidos la producción industrial ha permanecido relativamente estancada desde finales de 2018, al igual que las exportaciones e importaciones. Lo anterior ya se empieza a reflejar en la creación de empleo, aunque esta permanece todavía en niveles aceptables. No obstante, algunos indicadores sugieren que la probabilidad de una recesión para el próximo año ha aumentado a niveles de entre 40 y 80 %.

En la zona euro, el crecimiento del PIB en el primer semestre ha sido menor con respecto a años anteriores y los indicadores de confianza empresarial y de gerentes de compras acentuaron sus caídas. La producción industrial de Alemania se encuentra en zona de contracción desde hace ya varios meses y este país podría entrar pronto en recesión, lo cual afectaría a toda la región en su conjunto.

Por su parte, la inflación en los países desarrollados ha permanecido relativamente baja y las expectativas inflacionarias han disminuido. Esto último se debe, entre otras cosas, a que la debilidad económica que se anticipa podría contribuir a mantener bajos los precios de las materias primas.

En las últimas semanas se acentuó el riesgo de un deterioro en las relaciones de Estados Unidos con China, lo que impactó negativamente a los mercados financieros internacionales y, en particular, a los índices accionarios. Sin embargo, el incremento en la incertidumbre, la mayor debilidad económica y un ambiente de baja inflación, han contribuido a elevar la expectativa de una política monetaria más acomodaticia a nivel global.

En este aspecto destaca el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, ya que recientemente redujo la tasa de fondos federales en 25 puntos base y detuvo anticipadamente el proceso de reducción de su balance. El cambio esperado en la tasa de referencia que se encuentra implícito en variables de mercado para lo que resta de 2019 es de una reducción adicional de 50 puntos base, lo que significaría que en total la Reserva Federal bajaría su tasa en alrededor de 75 puntos base durante 2019. Además, el mercado también anticipa una reducción adicional de 25 puntos base en 2020.

El Banco Central Europeo, por su parte, dejó sin cambio su tasa de referencia aunque modificó la guía sobre la trayectoria futura de las tasas de interés hacia una postura más acomodaticia y anunció que considerarán medidas adicionales de relajamiento monetario.

En lo que es ya un ciclo de disminuciones de tasas a nivel global, diversos bancos centrales de países desarrollados han adoptado posturas monetarias más acomodaticias. Así, en lo que va del año, el Banco Central de Australia ha reducido su tasa en 50 puntos base, el de Nueva Zelanda en 75 puntos base y se espera que otras economías avanzadas pronto se sumen a este proceso.

Por su parte, durante este año al menos 11 países emergentes han reducido sus tasas de referencia: Brasil, Chile, Rusia, Turquía, Corea del Sur, Malasia, India, Filipinas, Tailandia, Indonesia y Sudáfrica, mientras que sólo unos cuantos las han mantenido sin cambios. Lo anterior implica que la postura monetaria de aquellos bancos centrales que no han modificado su tasa de interés, se ha restringido en términos relativos.

En particular, resulta ilustrativa la comparación entre dos economías emergentes: México y Colombia. Ambos países tienen una meta de inflación de 3 % y ambos han mantenido constante su tasa de referencia en 2019. En ambos casos, el dato más reciente de inflación anual resultó muy similar: 3.78 versus 3.79 %. Sin embargo, la tasa de interés vigente en Colombia es de sólo 4.25 %, mientras que la de México es de 8.25 %. En contraste, se espera que la economía de Colombia crezca este año alrededor de 3 %, mientras que la expectativa de crecimiento en México es de 0.8 % y con una perspectiva a la baja. Lo anterior ilustra la postura altamente restrictiva de la tasa de interés que prevalece en México.

Desde la última decisión monetaria, los mercados financieros se refugiaron en activos de renta fija, por lo que las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron, mientras que los mercados accionarios cayeron. A la par, el dólar y el yen se apreciaron frente a la mayoría de las divisas, incluido el peso mexicano. Para la mayoría de los países, las primas de riesgo permanecieron sin cambio o bien se redujeron ante la perspectiva de un mayor relajamiento monetario.

Hacia adelante, persisten riesgos que podrían afectar a los mercados financieros globales, como puede ser un mayor deterioro de la actividad económica global o el agravamiento de tensiones comerciales, entre otros. Ante ello, es importante dimensionar el impacto que dichos eventos pudieran tener sobre los mercados a la luz de la reacción que es posible anticipar de los principales bancos centrales. Hemos visto que, ante la materialización o agravamiento de algunos de estos riesgos, no se han dado mayores presiones inflacionarias a nivel global. Por ello, es posible anticipar que, en caso de materialización de dichos riesgos, los bancos centrales de las principales economías actuarán para mejorar las condiciones financieras globales a través de posturas más acomodaticias, tal y como ha venido sucediendo a lo largo de 2019. De esta forma, el impacto de dichos eventos sobre la actividad económica y los mercados sería menor. Por lo anterior, considero que a pesar de la incertidumbre global, el balance de riesgos para los mercados financieros globales se mantiene relativamente estable.

En cuanto a la actividad económica en México, esta profundizó la debilidad que viene presentando desde el primer semestre de 2018. Los datos del crecimiento del PIB indican que en los primeros seis meses del año la economía se encuentra prácticamente estancada. El IGAE muestra que la desaceleración se encuentra ya presente en todos los sectores. En particular, la actividad industrial muestra una tendencia negativa desde mediados de 2018, lo que nos permite hablar ya de una recesión en este importante sector económico. La construcción ha caído de manera más acelerada en los meses más recientes y la debilidad económica ya empieza a ser tangible incluso en el sector servicios.

Las perspectivas hacia adelante no son buenas. El consumo privado se desaceleró fuertemente en abril y mayo, mientras que el consumo de bienes duraderos ya registra variaciones anuales negativas. Por su parte, la inversión y sus diversos componentes tienen claras tendencias negativas desde mediados de 2018. Las importaciones de bienes de capital han caído drásticamente en el año y la información más oportuna permite anticipar que la inversión continuará a la baja.

Desde una perspectiva de mediano plazo, preocupa la desaceleración secular del consumo privado que se ha registrado desde 2016. El promedio de las variaciones porcentuales anuales en 2016 fue de 4.3 %, en 2017 fue de 3.1 %, y en 2018 fue de 2.3 %. El último dato correspondiente a mayo de 2019 fue de 0 %. En el mismo sentido, la inversión privada ha permanecido prácticamente estancada durante el mismo periodo y en los últimos meses exhibe ya una tendencia negativa. A la par de lo anterior, el costo del financiamiento a hogares y a empresas ha aumentado de manera constante desde 2016 y el ritmo de crecimiento de los créditos otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. No es casualidad que de manera simultánea al aumento de más de 500 puntos base en la tasa de referencia, es decir, de 2016 a la fecha, el consumo y la inversión hayan mostrado una cierta debilidad. Si bien estas variables responden a distintos determinantes, las tasas de interés representan un factor clave en su evolución. Lo anterior pone de manifiesto que el mecanismo de transmisión de la política monetaria restrictiva conlleva costos y que no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés elevada por un periodo prolongado.

Con respecto a las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en 2019, éstas disminuyeron a 0.8 % en julio. Sin embargo, con base en los datos más recientes de actividad, es posible prever que el crecimiento del PIB se ubicará con mayor probabilidad en un rango que va entre 0 y 0.5 %.

En vista de lo anterior, podemos concluir que las condiciones de holgura en la economía mexicana se han ampliado de manera preocupante y que el balance de riesgos para el crecimiento en México continúa fuertemente sesgado a la baja.

Por su parte, la inflación anual en México viene mostrando una clara tendencia descendente desde septiembre de 2018. En dicho mes, la inflación fue de 5.02 % y desde entonces ha disminuido hasta 3.78 % en julio de 2019, una disminución de más de 120 puntos base. Además, se anticipa que la inflación de agosto será todavía menor y que rondará el 3.4 %. En el mismo periodo, la inflación no subyacente disminuyó de 9.15 a 3.64%, mientras que la subyacente aumentó ligeramente al pasar de 3.67 a 3.82%.

Un indicador de que la inflación no sólo va a la baja sino que el proceso de formación de precios se ha mantenido bajo control, es el hecho de que la inflación general acumulada en lo que va del año, es decir, de diciembre de 2018 a julio de 2019, es de sólo 0.65 %, esto representa la tercera cifra más baja para un periodo similar en lo que va del siglo.

Es posible anticipar que en los próximos meses la inflación subyacente también comenzará a disminuir una vez que se hayan evaporado los efectos transitorios indirectos que la han presionado. Cabe enfatizar que estos efectos fueron el resultado inevitable de la confluencia de choques de oferta en energéticos y alimentos, los cuales eventualmente terminarán por desvanecerse.

La evidencia disponible hasta ahora apunta a que los incrementos en el salario mínimo han tenido un impacto muy poco significativo sobre la inflación. Así lo revelan tanto la inflación observada en la Zona Fronteriza, muy por debajo del promedio nacional, como la inflación general que se ha observado en el resto del país en lo que va del año.

En lo que respecta al pronóstico de inflación general, considero que es bastante probable que logremos estar relativamente cerca del objetivo hacia finales de este mismo año. En particular, debe destacarse que la evolución reciente de la inflación ha sido mejor a lo pronosticado en meses anteriores, tanto por analistas, como por el propio Instituto Central.

En el caso de los analistas, en diciembre pasado estos esperaban ver una inflación acumulada al mes de julio de 1.19 %, sin embargo, la inflación observada ha sido apenas de poco más de la mitad, 0.65 %. A pesar de ello, los analistas modificaron sus expectativas de inflación a la alza y ahora esperan que la inflación en lo que resta del año se acelere para cerrar en 3.66 %. Sin embargo, si las expectativas de inflación mensual que se tenían en diciembre se hubieran mantenido constantes, el cierre de 2019 esperado hoy sería de 3.17 %. El ajuste en las expectativas al alza es sorprendente no sólo porque la inflación ha resultado menor a la esperada, sino porque diversos factores de riesgo para la inflación son menores hoy de lo que eran en diciembre pasado.

En este sentido, cabe apuntar que no puede descartarse que el tono relativamente pesimista de los comunicados recientes del Banco Central pudieron haber influido en el alza de las expectativas de los analistas del sector privado.

En cuanto a los riesgos inflacionarios, considero que estos han disminuido sustancialmente en relación a los que se tenían en diciembre pasado, ya que se tiene hoy en día una mejora importante en las condiciones financieras globales, los precios internacionales de las materias primas han registrado disminuciones y se espera que los precios de energéticos en México se mantengan estables. Además de ello, las condiciones de holgura en la economía se han incrementado drásticamente y el balance de riesgos para el crecimiento está fuertemente sesgado a la baja.

Desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros en México se vieron presionados por los factores externos antes mencionados. Los activos mexicanos se movieron en línea con los de otros emergentes. Así, el peso se depreció, los índices accionarios cayeron, y las tasas de interés bajaron.

En lo que respecta al peso, este continúa mostrando una ligera apreciación en relación con los niveles observados a finales de 2018. En contraste, la mayoría de las divisas del mundo se han depreciado respecto al dólar en el mismo periodo. Es decir, la apreciación del peso es una excepción con respecto al comportamiento de las divisas de otras economías emergentes y avanzadas. Desde luego que en ello han influido diversos factores, incluidos la postura restrictiva de política monetaria. Sin embargo, otros elementos internos también han contribuido de manera positiva entre los que destaca el cumplimiento observado hasta ahora de los compromisos fiscales de la administración actual.

En línea con el desempeño de los mercados financieros internacionales en julio, las tasas de interés de los bonos gubernamentales en México continuaron disminuyendo y ya están en sus niveles más bajos del año. La tasa de 10 años se redujo 40 puntos base desde la última decisión de política monetaria, y más de 150 en lo que va del año. La pendiente de la curva de rendimientos 10 años - 3 meses es positiva para la mayoría de los países, tanto desarrollados como emergentes, siendo México un caso atípico con una brecha negativa de más de 80 puntos base. No está de más recalcar que las tasas de corto plazo son altamente sensibles a la tasa de referencia que establece el Banco Central, lo que está contribuyendo a esta situación peculiar en el sistema financiero mexicano.

En general, el mercado accionario mexicano ha tenido un desempeño negativo en lo que va del año. Entre los factores que inciden sobre su desempeño hay que considerar el nivel de rendimiento que ofrecen los

instrumentos de renta fija de corto plazo. Esto se debe a que cuando las tasas de interés de instrumentos libres de riesgo en pesos son altas, los inversionistas tienden a sustituir los instrumentos riesgosos de renta variable.

Por otro lado, la prima de riesgo de Pemex continúa alta. Si bien esto impacta en el costo financiero de la empresa, su impacto indirecto sobre el costo financiero de la deuda soberana hasta ahora ha sido limitado. Si bien no puede descartarse que Pemex pueda perder relativamente pronto el grado de inversión, esto no necesariamente debería dar lugar a movimientos desordenados en los mercados, sobre todo tomando en consideración que una parte importante del mercado ya ha descontado esta posible situación.

En cuanto a los riesgos para los mercados nacionales, considero que, si bien persisten varios elementos de incertidumbre en el ámbito externo, las medidas adoptadas por los bancos centrales de las principales economías ha contribuido a mitigar dichos riesgos. Asimismo, considero que varios riesgos internos asociados a las políticas públicas, se han ido disipando a lo largo del año.

Con base en lo anterior, sostengo que los riesgos para los mercados financieros en México han venido a la baja en comparación con lo observado a finales de 2018. El riesgo más importante en este momento para dichos mercados y para la actividad económica es, quizá, el mantenimiento de una política monetaria demasiado restrictiva. Aunque típicamente se considera que una tasa de interés alta contribuye a una mayor estabilidad, el mantenimiento de tasas de interés artificialmente altas por un periodo demasiado prolongado, también puede contribuir a generar desequilibrios e incidir negativamente en los mercados.

Tomando en consideración la perspectiva favorable de las cifras observadas de inflación, el contexto internacional que muestra un relajamiento de las condiciones monetarias globales, el estancamiento de la actividad económica y la posibilidad de gestación de desequilibrios indeseables, mi postura es a favor de una reducción de 25 puntos base en la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En mi opinión, esta postura es consistente con la convergencia de la inflación a su meta en el periodo de tiempo en el que opera la política monetaria.

Es importante recalcar que un relajamiento de la postura monetaria como el que acabo de describir, acompañado de una comunicación adecuada por parte del Banco Central, puede mandar una señal positiva a los mercados aportando a la estabilidad financiera del país. Esto es posible si el tono del comunicado resalta la disminución sustancial de los riesgos para la inflación que se ha dado a lo largo del año, así como el hecho de que su comportamiento ha resultado mucho mejor de lo esperado, por lo que se prevé que el objetivo de inflación se alcanzará antes de lo pronosticado. Esto mandaría un mensaje de certidumbre y confianza a los mercados, confirmando que el Banco Central tiene la inflación bajo control y en camino hacia la meta y que, por lo tanto, puede relajar su postura monetaria buscando que dicha convergencia se produzca de manera eficiente, con los menores costos posibles para la economía nacional.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

La generalización mundial de políticas monetarias expansivas se ha agudizado mientras que la de México corre el riesgo de volverse más restrictiva. Prácticamente todos los bancos centrales de países desarrollados como emergentes mantienen posturas monetarias acomodaticias, mientras que muchos han anunciado recortes adicionales en los últimos meses. El Banco Central Europeo, Australia, Nueva Zelanda y Japón han indicado que analizan el uso de medidas no convencionales para la implementación de políticas monetarias más laxas, mientras que Brasil, Chile, Corea del Sur, Costa Rica, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Paraguay, República Dominicana, Rusia, Sudáfrica y Turquía recortaron sus tasas de referencia recientemente. En especial, sobresale el recorte de 25 puntos base de la Reserva Federal el pasado 31 de julio. Como resultado, se ha ampliado el diferencial de tasas que tenemos con Estados Unidos a un nuevo máximo de 600 puntos base y con la gran mayoría de los países del mundo. No sólo tenemos una política restrictiva en contraste con todos los demás, sino que hemos agudizado esta postura en contra de la tendencia mundial a pesar de que la economía está al borde de una recesión.

En efecto, a partir de mayo de 2017, los movimientos del Banco de México han ido en sincronía con la Reserva Federal, de tal forma que se había mantenido el diferencial de tasas en 575 puntos base entre ambos países. Esto representa la postura monetaria relativa más restrictiva desde que el Banco adoptó una tasa objetivo a principios de 2008. Al mismo tiempo, la tasa real *ex ante* de corto plazo, entendida como la diferencia entre el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la encuesta de Banco de México, se ubica en 4.3 %, que igual representa la tasa de política monetaria real más elevada de los últimos once años. En suma, en el momento en que la economía está cerca de una recesión, con inflación por debajo del límite superior del rango objetivo de variabilidad y bajo una trayectoria convergente hacia el objetivo puntual, el Banco mantiene una postura restrictiva histórica tanto en términos relativos como absolutos.

Hay que reconocer que la inflación subyacente permanece estancada en niveles superiores a lo deseado y todavía no muestra una trayectoria visiblemente convergente hacia nuestro objetivo puntual de 3 %. Sin embargo, tanto la inflación subyacente como la no subyacente ya se ubican dentro del rango de variabilidad de más menos 1 % alrededor del objetivo y nuestras propias proyecciones señalan que la inflación general seguirá cediendo.

A diferencia de anuncios pasados, ya tenemos un balance de riesgos para la inflación con un ligero sesgo a la baja, en especial con relación a la trayectoria esperada dentro del horizonte en que opera la política monetaria. Todos los indicadores de holgura, al igual que la brecha de producto negativa, se han ampliado visiblemente en los dos últimos meses, por lo que hemos tenido que reducir constantemente nuestras proyecciones de crecimiento, indicando que todavía permanece un gran sesgo a la baja en el balance de riesgos para la actividad económica. En este contexto, existe una alta probabilidad de que nos ubiquemos cerca del objetivo de inflación incluso antes de lo previsto.

Este escenario nos debe llevar indudablemente a cuestionar por qué seguimos con una postura monetaria exageradamente restrictiva, tanto en términos absolutos como relativos. La explicación básicamente radica en que hemos querido mantener una postura prudente y de cautela ante un mayor estrés y vulnerabilidad presente en los mercados financieros y cambiarios, así como ante una posición fiscal frágil, que se ha acentuado ante la delicada situación que enfrenta Pemex. Sin embargo, hemos sido más papistas que el Papa y hemos dejado de ser sensibles a una economía que ha crecido tan solo 0.04 % promedio en los últimos cinco trimestres.

Es de suma importancia para nuestro país la estabilidad de precios, entendido esto como una inflación que debe estar alrededor del 3 %, solo con desviaciones pequeñas y de corta duración. Reconocemos que esta es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al desarrollo nacional y que no es un instrumento de política económica eficiente en sí para estimular el crecimiento económico. Sin embargo, también tenemos que tomar en cuenta que es un medio para conseguir un fin y no un fin en sí mismo. Si en un momento dado la actividad económica está al borde de una recesión, no debemos mantener una posición demasiado restrictiva por mucho tiempo. En otras palabras, vamos a seguir procurando la estabilidad del poder adquisitivo, pero no al precio que sea.

En nuestra sesión anterior, apuntamos que los últimos seis incrementos en el ciclo alcista del Banco fueron con la intención de mantener la posición monetaria relativa sin cambio, más no aumentarla. Ya era una postura lo suficientemente restrictiva como para combatir el incremento en la inflación durante 2017 y 2018, y compensar el aumento percibido en riesgos de diferentes índoles. También comentamos en ese momento que ante las últimas condiciones observadas en las trayectorias de inflación, crecimiento económico y riesgos para la estabilidad financiera, no se podía justificar una ampliación de este diferencial, por lo que ante la eventualidad del relajamiento en Estados Unidos, nosotros deberíamos actuar en consecuencia para no incrementarlo y posiblemente empezar a vislumbrar un ciclo de relajamiento en un futuro previsible. Desde entonces, ha mejorado la trayectoria de inflación, ha empeorado el panorama del crecimiento

económico y la Reserva Federal ya inició su ciclo de relajamiento, mientras que los riesgos latentes que enfrentamos no han aumentado. Sin duda, ya llegó el momento para actuar en consecuencia.

¿Cómo iniciar esta nueva etapa? ¿Con un relajamiento absoluto de 25 puntos base que significa dejar el diferencial de tasas en 575 puntos base? ¿Con una disminución de 50 puntos base que implica arrancar con una reducción relativa de 25 puntos base en el diferencial? Es importante señalar que en ambos casos, la postura tanto relativa como absoluta, queda todavía con un tono muy restrictivo.

Para tomar esta decisión, habrá que examinar la trayectoria actual de la inflación en conjunto con sus riesgos; la fragilidad del crecimiento económico y sus condiciones de holgura, y los factores de riesgo latentes, en especial los idiosincráticos expresados en el mayor estrés y vulnerabilidad de los mercados financieros y la situación actual de las finanzas públicas.

La trayectoria anticipada para la inflación general es que termine el año en una tasa de 3.3 % y que alcance el objetivo de 3 % a mediados de 2020. Hasta ahora, la inflación ha presentado una reducción gradual como consecuencia de una dinámica muy favorable de la inflación no subyacente, cuya tasa acumulada en los primeros siete meses del año fue negativa e igual a menos 3.82 %, la cifra más baja de los últimos 20 años. En cambio, la tasa subyacente ha promediado 3.7 % en los últimos doce meses, sin signos aparentes de empezar a ceder. Con este comportamiento enfrentamos el riesgo de cumplir con la proyección de fin de año, pero con base en una reducción significativa del componente más volátil y persistencia en el más importante. Estamos encaminados a cumplir con el objetivo puntual del Banco, pero no en la forma óptima.

¿Cuáles son los elementos clave para que la inflación subyacente empiece a disminuir? Los cinco más señalados son el comportamiento del tipo de cambio, las presiones salariales, los efectos indirectos de los energéticos, los precios internacionales y la holgura en la economía.

Un trabajo de investigación publicado recientemente por el Banco reafirma la estimación de que el traspaso entre el tipo de cambio y el nivel de precios es relativamente bajo. Cuando existe holgura en la actividad económica, como ahora, la elasticidad de la inflación subyacente es de 0.04 %, mientras que para servicios es prácticamente igual a cero. Este hallazgo es consistente con otros estudios académicos publicados por este instituto central y en ediciones pasadas de su informe trimestral. Igualmente, otros documentos de investigación han expuesto que la adopción de un tipo cambio flexible, una política monetaria por regímenes de objetivos de inflación y la autonomía del banco central, son factores clave para una economía que busca contener la transmisión entre la depreciación de la moneda local y la inflación. Esto significa que el riesgo de mayor inflación ante una depreciación apremiada está acotado.

El efecto de las presiones salariales sobre el proceso de formación de precios está supeditado a los márgenes de utilidad de las empresas y las características intrínsecas de cada mercado. Entre más holgura en la economía y mayor competencia en cada sector, menos posibilidades habrá de que una empresa transmita el incremento en sus costos laborales al consumidor. Hasta ahora, la evidencia apunta a que la contaminación entre uno y otro ha sido limitada y que estas presiones empiezan a disiparse.

Los precios de los energéticos han dejado de ser factor clave como lo fueron en 2017 y 2018, ante la nueva política de precios del gobierno y ante el hecho de que los precios internacionales del petróleo han disminuido en los últimos meses. Los precios internacionales, tanto de materias primas como de los productores son exógenos a la política monetaria, pero no deben ser elementos de mayor preocupación ante la desaceleración económica mundial. Finalmente, las condiciones de holgura actuales de la economía mexicana son muy elevadas, conducentes a una mayor disminución en la inflación.

La actividad económica en México muestra una desaceleración más allá que la que pudiera sugerir la observada en la economía global. La estimación oportuna de crecimiento para el segundo trimestre de 2019 mostró la primera tasa anual negativa desde el último trimestre de 2009, mientras que la tasa trimestral promedio de los últimos cinco trimestres es de 0.04 %. Más aún, indicadores oportunos sugieren la

posibilidad de una revisión a la baja en la cifra de crecimiento trimestral para el segundo trimestre, una vez que la cifra oficial esté disponible a finales de agosto.

Por el lado de la demanda y con las cifras disponibles hasta mayo, el índice de inversión fija bruta muestra un fuerte retroceso en la inversión en construcción, lo que hace que su serie ajustada por estacionalidad registre niveles no vistos desde inicios de 2006. A lo anterior, se suman retrocesos en la adquisición de maquinaria y equipo importado, pese a la relativa estabilidad cambiaria durante ese periodo. El índice de consumo privado en el mercado interno muestra señales de continua atonía, en donde su medida de tendencia-ciclo parece haber alcanzado un punto de inflexión a finales del año anterior, sin corregir su dirección a la baja desde entonces.

El indicador compuesto coincidente que replica el ciclo económico clásico, SICCA, mostró en mayo su punto más bajo después de haber alcanzado un pico en septiembre del año pasado, así acumulando nueve meses entre pico y valle, lo cual es consistente con la existencia de una recesión. Este debilitamiento se extiende a lo largo de todos sus componentes con excepción de los ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor, el cual se ha recuperado marginalmente. Otra forma de analizar el componente cíclico de la actividad económica es midiendo su desviación con respecto a su tendencia de largo plazo, la cual es aproximada a través del indicador cíclico coincidente, SIC. En este caso, muestra una tendencia a la baja desde abril de 2018, por lo que acumula 15 meses consecutivos con tasas negativas, de los cuales los últimos nueve muestran una ampliación de la brecha negativa respecto a su tendencia de largo plazo, consistente con una situación recesiva. Resalta el hecho de que el nivel observado en mayo de este año es el más bajo desde octubre de 2010.

En adición, indicadores de la demanda de dinero por motivos transaccionales, medida por M1 y por el número de transacciones mediante el SPEI, así como el uso común de la pendiente de la curva de rendimientos como indicador adelantado, sugieren que la probabilidad de contracción económica en los próximos dos trimestres ha alcanzado un nivel similar al observado durante episodios pasados de caídas significativas en el producto. Lo anterior exhibe un preocupante desmejoramiento del balance de riesgos, mucho mayor al destacado en anteriores decisiones de política monetaria. En efecto, en las últimas semanas, prácticamente todos los analistas económicos han vuelto a realizar revisiones drásticas a sus expectativas sobre la tasa de crecimiento del PIB para este año. Desde la última reunión, la mediana de las expectativas de crecimiento pasó de 1.1 a 0.8 % entre las encuestas publicadas a principios de julio y agosto. De éstas, las dos encuestas más recientes sitúan la expectativa para este año en 0.6 %, mientras que mi estimación es que nos enfrentamos a un rango más acotado de 0 a 0.5 %. Ante este escenario, se ha visto una mayor ampliación negativa de la brecha de producto y de otros indicadores de holgura. En principio, esto debería ayudar a disminuir las presiones inflacionarias, en especial, las que afectan la inflación subyacente.

Sin embargo, los mercados financieros en México muestran mayor estrés y vulnerabilidad. El sentimiento de aversión al riesgo generó una depreciación significativa del tipo de cambio, aunque se observaron condiciones estables de operación. De igual forma, se acentuó la inversión de la curva de tasas de valores gubernamentales, la cual refleja las preocupaciones por la desaceleración económica, y actualmente es la curva más invertida dentro de las economías emergentes. La mayor percepción de riesgo también se reflejó en: uno, el incremento de los diferenciales entre las tasas nominales respecto a las tasas en Estados Unidos a lo largo de la curva; dos, en el deterioro de las primas por riesgo crediticio en los plazos más cortos, producto de la incertidumbre existente sobre las finanzas públicas y el riesgo de una baja de la calificación crediticia; tres, en el desempeño negativo del mercado accionario, el cual tuvo una caída más acentuada que el resto de las economías emergentes; cuatro, una salida marginal en el posicionamiento del sector externo en bonos gubernamentales, a pesar de la amplia posición monetaria relativa y la recomposición de madurez en favor de posiciones de mayor largo plazo.

Bajo este escenario, hay la posibilidad que eventos de riesgo pudieran exacerbar estos movimientos y generar un mayor estrés para los precios de los activos locales. Cabe señalar que el mercado comienza a

ajustarse a un escenario de relajación de la postura monetaria. Desde la última decisión de política monetaria, los instrumentos de mercado anticipan 25 puntos bases adicionales de recorte de la tasa objetivo al cierre de este año, por lo que anticipan una disminución de 50 puntos respecto al nivel actual lo cual coincide con las expectativas de analistas.

Finalmente, se mantiene la percepción del debilitamiento y vulnerabilidad de las finanzas públicas y Pemex, a pesar de la divulgación del Plan Estratégico de Pemex y del anuncio del gobierno de medidas en apoyo de la economía por un monto de 485 mil millones de pesos. Las proyecciones de recuperación de la producción petrolera se estiman demasiado optimistas, mientras que las medidas de apoyo no necesariamente implican una inyección de recursos adicionales a la economía. Por lo mismo, sigue pendiente la posibilidad de una reducción en la calificación crediticia de Pemex y probablemente también en la soberana.

La desaceleración continua de la actividad económica ha puesto a la economía al borde de una recesión, mientras que la trayectoria descendente en la inflación va encaminada hacia el cumplimiento del objetivo de inflación para mediados del año entrante. Esta situación no es consistente con posturas monetarias relativa y absoluta tan restrictivas como las actuales y mucho menos si consideramos ambas posiciones como máximos históricos. Un análisis de los factores de riesgo latentes lleva claramente a la conclusión de que es tiempo de iniciar un ciclo de relajamiento, tanto en términos absolutos como en relativos. Ante lo expuesto, voto por una disminución inmediata de 25 puntos base en el objetivo de la tasa de política monetaria, para no aumentar el diferencial de 575 puntos base que hemos conservado desde mayo de 2017, es decir, por 28 meses consecutivos, aunado al anuncio de nuestra intención de reducir 25 puntos base adicionales el 26 de septiembre, sujeto, claro, a la evolución de los datos adicionales que obtendremos en las siguientes seis semanas.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Durante el segundo trimestre del año, el crecimiento de la economía mundial continuó moderándose, reflejando la menor expansión de las principales economías avanzadas y emergentes.

Adicionalmente, la incertidumbre generada por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios, y que en las últimas semanas ha transcendido a otros ámbitos como el tecnológico, el migratorio y el cambiario, acentuó la caída de la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión y la desaceleración de la actividad manufacturera.

Ambos elementos propiciaron nuevos recortes al pronóstico de crecimiento global y ampliaron su sesgo a la baja, evidenciando con ello la creciente preocupación sobre una eventual recesión mundial. Ello, aunado a la ausencia de presiones inflacionarias, ha conducido a numerosos bancos centrales a adoptar una política monetaria más acomodaticia.

Cabe resaltar que algunos riesgos geopolíticos e idiosincráticos también se han intensificado, contribuyendo al nerviosismo en los mercados internacionales, particularmente de países emergentes. Por ello, si bien los flujos de inversión hacia los mercados de deuda de esos países continúan registrando entrada, los mercados accionarios acumulan ya salidas por dieciséis semanas consecutivas.

Frente a este contexto, el sentimiento de aversión al riesgo y de búsqueda de activos de refugio generó en semanas previas caídas importantes en los mercados accionarios, disminuciones en los rendimientos de los bonos de países avanzados a niveles históricamente bajos y una apreciación generalizada del dólar frente al resto de las divisas. Si bien en los últimos días se han revertido parcialmente dichas tendencias, no se descartan nuevos episodios de volatilidad.

Ante niveles de inflación persistentemente por debajo de los objetivos oficiales y las bajas expectativas inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales de países avanzados y emergentes han mostrado en sus

comunicados un tono de mayor lasitud y algunos han recortado sus tasas, incluso en magnitudes mayores de lo previsto.También han comunicado que se encuentran analizando medidas no convencionales de política monetaria para estimular sus respectivas economías, ante el entorno complejo y de marcada incertidumbre.

Si bien en su última decisión el Banco Central Europeo mantuvo sin cambios la tasa de referencia, en su comunicado indicó explícitamente que mantendría dicha variable de referencia en niveles actuales, o más bajos, al menos hasta mediados del 2020, y se espera que instrumente una nueva fase de medidas de política monetaria no convencional.

En la misma línea, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón mantuvieron sin cambios sus posturas monetarias, mientras que el de Australia y Nueva Zelanda redujeron el nivel de sus tasas de referencia, pero todos mencionan que buscarán implementar medidas no convencionales adicionales.

Por su parte, diversos bancos centrales de economías emergentes también han relajado el tono de sus posturas de política monetaria y han anunciado recortes en su tasa objetivo. Incluso tales movimientos han generado inquietudes entre analistas sobre el inicio de una posible guerra de divisas.

En este nuevo panorama, destaca el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos que a pesar de la solidez de la economía y del mercado laboral, en su última reunión recortó de forma preventiva el rango objetivo de la tasa de fondos federales veinticinco puntos base, por primera vez en once años, y anunció la conclusión anticipada del programa de reducción del balance. No obstante, dejó en claro que este ajuste no implica el inicio de un ciclo de recortes, y señaló que se mantendrá atenta al surgimiento de señales de debilidad económica para realizar posibles ajustes en su postura monetaria, por lo que no descartó reducciones adicionales de su tasa de referencia.

En suma, en el entorno externo resalta el fuerte cambio de dirección de la política monetaria a nivel global durante los últimos ocho meses: en contraste con la retórica de normalización que prevalecía en el cuarto trimestre de 2018 que anticipaba aumentos de tasas durante 2019, hoy se observa un cambio generalizado de relajamiento monetario, reducciones en tasas y reactivación de medidas no convencionales.

En México, la información oportuna del PIB en el segundo trimestre del año confirmó el debilitamiento de la actividad económica.

Por el lado de la demanda, la inversión tanto pública como privada siguió mostrando una trayectoria a la baja y destacó la fuerte caída en la construcción. Por su parte, el consumo acentuó su debilidad; solo las exportaciones manufactureras mostraron una recuperación en su comparación trimestral, explicada principalmente por el dinamismo de la economía estadounidense.

Por el lado de la oferta, tanto la atonía en la producción industrial como la contracción significativa en el sector primario incidieron en el débil desempeño de la actividad económica.

Bajo este panorama, las condiciones de holgura continuaron relajándose incluso más de lo previsto, lo que propició que la mayoría de los analistas revisaran nuevamente sus pronósticos de crecimiento para este año a la baja, situándose la mediana alrededor de 0.6 %, mientras que para el 2020 el escenario más optimista apunta a un crecimiento menor al 2 %.

Estas proyecciones están sujetas a importantes riesgos externos e internos, cuyo balance tiene un sesgo a la baja. Entre los primeros destacan el escalamiento de disputas comerciales, una mayor desaceleración económica global, un retraso en el proceso de aprobación del T-MEC y nuevos episodios de volatilidad financiera por causas económicas o geopolíticas. Entre los segundos, sobresale la persistencia del ambiente de incertidumbre que ha impactado a la inversión privada en el país, derivado de algunas decisiones de políticas públicas de la nueva administración así como de preocupaciones por inseguridad y corrupción. En

esta línea, diversos analistas no descartan la posibilidad de que la economía mexicana pudiera entrar en una fase de recesión técnica este mismo año.

Por su parte, desde nuestra última reunión, los activos financieros mexicanos presentaron un comportamiento similar a los de otras economías emergentes: el peso se depreció frente al dólar poco más de 1 %; las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron disminuciones importantes, y el mercado accionario cayó 7.5 %, influenciado por factores locales de incertidumbre y la menor actividad económica.

Si bien el flujo acumulado en instrumentos de renta variable proveniente de inversionistas extranjeros se mantiene positivo en el año, este es prácticamente nulo para instrumentos gubernamentales.

El índice de estrés de los mercados financieros locales ha aumentado ligeramente, debido principalmente a un deterioro en el margen de los indicadores de riesgo país, como lo muestra el costo de la cobertura por incumplimiento crediticio, *CDS*.

Asimismo, los instrumentos de deuda y el *CDS* de Pemex continúan incorporando una mayor prima de riesgo que, de acuerdo con los ejercicios expuestos, es atribuible al fuerte deterioro en sus fundamentos.

Tomando en cuenta todo lo anterior, no pueden descartarse futuros episodios de volatilidad y el recrudecimiento en las condiciones de financiamiento de la economía nacional.

Por lo que se refiere a la inflación general, entre la primera quincena de junio y el mes de julio esta presentó una disminución de 4 a 3.78 %, mientras que la inflación subyacente pasó de 3.87 a 3.82 % y el componente no subyacente cayó de 4.34 a 3.64 %.

Si bien el resultado de la inflación subyacente apunta en la dirección deseada, es prematuro concluir que esta ya ha retomado una franca trayectoria descendente. Recordemos que desde mayo de 2018 se ha mantenido fluctuando entre 3.6 y 3.9 %, y que este comportamiento ha representado un obstáculo para converger al objetivo de inflación de 3 %. Al interior de sus componentes, resulta preocupante que las mercancías alimenticias y los servicios se mantengan en niveles elevados, cercanos a 4 %, incluso algunas subcategorías, como los servicios distintos a la vivienda y a la educación, se ubiquen en alrededor de 5 %.

Hasta ahora la inflación general ha podido reducirse gracias a factores exógenos contenidos en el componente no subyacente que probablemente repunten para alcanzar sus niveles históricos, lo que puede explicar que la prima por riesgo inflacionario de instrumentos de mercado todavía se mantenga en niveles relativamente altos.

En cuanto a las expectativas para la inflación general, estas se encuentran estables, no obstante en niveles superiores a la meta.

En cuanto a los pronósticos para la inflación general elaborados por el *staff* del Banco, estos nuevamente muestran una reducción derivada tanto de la disminución en la inflación no subyacente como de la proyección de una menor trayectoria de la subyacente.

En resumen, no obstante la reciente disminución de la inflación general y sus pronósticos, persisten elevados riesgos y alto grado de incertidumbre, por lo que resulta difícil calibrar el balance de riesgos. En favor de la menor inflación aparece la mayor holgura de la economía. En dirección opuesta opera el riesgo de depreciación cambiaria, asociado a contingencias exógenas como la volatilidad en mercados internacionales, el resurgimiento de tensiones en la relación bilateral con Estados Unidos, la posible disminución de la calificación soberana y de Pemex, así como las preocupaciones de los inversionistas que generan diversas políticas públicas internas.

Profundizando en algunas fuentes internas de incertidumbre y de política macroeconómica, destacan las siguientes:

Posibles acciones de las calificadoras. Si bien diversos instrumentos incorporan desde hace meses la revisión a la nota soberana de BBB+ a BBB y la pérdida de grado de inversión de Pemex, la confirmación de una o ambas acciones podría impactar en la volatilidad de los mercados, así como en la capacidad de financiamiento de la economía. Dichos eventos podrían tener lugar tan pronto como el último trimestre del año.

Plan de Negocios de Pemex. Si bien se trata de un esfuerzo positivo, existe consenso en torno a que no resuelve de manera integral los principales problemas estructurales que aquejan a la empresa. Su diseño exige en el corto y en el mediano plazo el apoyo continuo e imprescindible del Gobierno Federal, que por su parte se encuentra en una posición fiscal sumamente restrictiva y con muy poco margen de maniobra, lo que podría tener impactos profundos sobre las finanzas públicas. En particular:

Diversos expertos han expresado su preocupación respecto a que la inversión de capital que propone el Plan es insuficiente para incrementar la producción a los niveles proyectados, por lo que, de no alcanzarse dicho objetivo ambicioso en el plazo previsto, generaría inevitablemente presiones adicionales para las finanzas públicas.

Por su parte, la previsión de la posible participación del sector privado a través de esquemas de Contratos de Servicios Integrales de Exploración y Extracción resultan limitados y poco atractivos para la inversión privada, además de que elimina la posibilidad de compartir riesgos y de alianzas con empresas líderes en el sector que generen transferencia de conocimiento y de tecnología de punta. Por ello, sería deseable la reanudación de las rondas de *farmouts* y de subastas petroleras.

Asimismo, analistas nacionales e internacionales han enfatizado que el Plan propuesto no presenta explícitamente una planeación estratégica que reconozca el entorno internacional sobre la demanda de petróleo en el marco de la desaceleración económica prevista en este y en los años por venir, y el uso creciente de energías renovables, lo que afectaría su viabilidad.

Riesgos en finanzas públicas. Al día de hoy, los ingresos presupuestarios presentan faltantes respecto al programa. En adición, en los próximos tres años, esta situación podría agravarse por la ayuda a Pemex que implicará para el Gobierno Federal, una disminución en el ingreso tributario de alrededor de 128 mil millones de pesos, al tiempo que los ingresos petroleros también podrían resultar menores. Lo anterior representa un desafío adicional para las finanzas públicas, dado que los faltantes de recursos deberán ser compensados por grandes recortes en gastos, mayor capacidad recaudatoria y, en 2019 con el uso del FEIP. Este último constituye una presión futura para la estabilidad de las finanzas públicas, ya que agotará parte de la reserva valiosa para hacer frente a posibles choques futuros, incluyendo caídas en la recaudación petrolera.

Confianza de inversionistas. Algunas decisiones de la nueva administración como la cancelación del NAIM, la suspensión de las rondas de *farmouts* y el inicio de los procesos de arbitraje internacional relacionados con los gasoductos representan factores de riesgo para la inversión privada que han minado la confianza de los agentes económicos. Tales medidas, además de la inseguridad y la falta de Estado de derecho, dañan el nivel de competitividad del país al elevar el costo de hacer negocios y restar certeza jurídica de las relaciones comerciales entre México, Estados Unidos y Canadá, lo que puede contribuir al retraso en la aprobación e implementación del T-MEC.

Por todo lo anterior, resulta fundamental que la propuesta del Paquete Económico que se presentará en septiembre siga garantizando un marco macroeconómico sólido y responsable con metas realistas. Asimismo, es indispensable que el Gobierno tome las medidas de políticas públicas que generen confianza

para la inversión privada de largo plazo y así despejar las inquietudes respecto al rumbo de la economía mexicana y de sus finanzas.

Desde nuestra última reunión ha surgido nueva información que debemos tomar en cuenta para la presente decisión de política monetaria:

La desaceleración de la economía mundial ha resultado mayor a la anticipada y también más generalizada. Ello, junto con el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios, ha contribuido a la revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento mundial.

En un entorno de mayor debilidad e incertidumbre globales y con la finalidad de revertir en lo posible los efectos adversos sobre el desempeño económico, diversos bancos centrales de países avanzados y emergentes anunciaron la decisión de transitar hacia políticas monetarias más laxas y analizan la posible implementación de medidas no convencionales.

En México, la desaceleración de la actividad económica también ha resultado mayor a la anticipada. Esto ha llevado al *staff* del Banco a ajustar nuevamente a la baja los pronósticos de crecimiento para este año y el siguiente, así como a ampliar la brecha negativa del producto para el periodo en que opera la política monetaria.

Durante julio, si bien la inflación general mostró nuevamente una disminución, esta se explica principalmente por la caída de la inflación no subyacente. La inflación subyacente, por su parte, mostró una ligera disminución, pero se mantiene en niveles relativamente elevados. No obstante se mantienen riesgos para su convergencia en el período en el que opera la política monetaria, como la posibilidad de que la inflación no subyacente registre una reversión a sus valores históricos que son sustantivamente mayores a los actuales; que a pesar de la mayor holgura en la economía, la inflación subyacente se mantenga en niveles elevados; que se presenten eventos de volatilidad y presiones al tipo de cambio por factores como una disminución de la calificación de la deuda soberana y la pérdida de grado de inversión de Pemex por parte de una segunda calificadora, o bien, por un posible deterioro de la relación entre México y sus socios comerciales de América del Norte.

Tomando en cuenta lo anterior y las nuevas proyecciones del *staff* del Banco, mi intención de voto en esta ocasión es en favor de disminuir la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para llegar al nivel de 8 %. Considero que ese nivel de la tasa de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Considero fundamental reconocer que en esta ocasión, el comunicado de política monetaria desempañará un papel particularmente crucial, ya que a cinco años de que esta Institución haya anunciado la última reducción de tasas, tanto la información proveniente de encuestas como de instrumentos apunta a que la mayoría de los participantes del mercado no anticipan un ajuste en la postura monetaria en esta decisión, por lo que un cambio no previsto sin la comunicación adecuada podría generar incertidumbre e interferir con la efectividad de la política monetaria. Estas circunstancias nos obligan a mantener la mayor cautela y a actuar con gradualidad y prudencia.

Así, el comunicado de política monetaria deberá señalar lo siguiente:

Con la presente decisión, en el entorno económico actual, la posición relativa de la postura monetaria en México sigue manteniendo el mismo nivel de restricción y es suficiente de acuerdo con los cálculos del *staff* del Banco para inducir la disminución de la inflación a la meta de 3 % en el periodo previsto.

La diminución no debe interpretarse como el inicio de un ciclo de reducciones, puesto que el futuro de la política monetaria dependerá principalmente de la evolución de la inflación y de sus desviaciones con respecto a su trayectoria esperada en un entorno caracterizado por riesgos elevados y amplia incertidumbre.

Si bien los nuevos escenarios de política monetaria sugieren una evolución más favorable para la inflación, estos están sujetos a riesgos sustantivos provenientes tanto del entorno externo como interno, lo cuales, de materializarse, podrían afectar la trayectoria esperada para la inflación a través de diversos canales. Por lo anterior, el Banco de México dará seguimiento continuo a nueva información y actuará con cautela.

En suma, el comunicado debe reflejar que la Junta de Gobierno estima que la presente decisión es prudente y consistente con el objetivo de inflación de 3 % y que la situación actual, caracterizada por una debilidad económica y una inflación por encima de su meta en un entorno de incertidumbre, exige dar seguimiento puntual a nueva información a fin de actualizar el balance de riesgos y los pronósticos de inflación, actuar acertadamente para dar cumplimiento eficaz a su mandato y preservar la confianza que ha ganado durante sus veinticinco años de autonomía.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

La actividad económica global redujo su ritmo de expansión en el segundo trimestre del año, al tiempo que la información disponible sugiere la continuación de una trayectoria de debilitamiento durante los próximos meses. Si bien es posible apreciar una generalización de dicha pérdida de dinamismo, cabe destacar su mayor magnitud en el caso de algunas de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes.

La producción industrial y en específico la manufacturera, han resentido con mayor fuerza los efectos de las tensiones comerciales, con lecturas de indicadores relativos a su actividad alcanzando mínimos multianuales en algunos países. En este contexto, las previsiones de crecimiento mundial para 2019 y 2020 presentan nuevos descensos, y su balance de riesgos continúa mostrando un sesgo desfavorable.

En adición a lo anterior, y en buena medida como resultado de ello, cabe destacar la ausencia de presiones inflacionarias generalizadas. Esto se manifiesta, por ejemplo, en la tendencia a la baja de la inflación subyacente en los países emergentes en su conjunto y es particularmente notorio en las principales economías avanzadas, cuyas cifras de inflación registran lecturas inferiores a los objetivos de sus bancos centrales, al tiempo que las expectativas para esta variable siguen deprimidas e, inclusive, se han deteriorado en algunas economías.

Bajo estas condiciones, la previsión de un relajamiento de posturas monetarias por parte de los principales bancos centrales ha comenzado a materializarse. Destaca la decisión de la Reserva Federal hace unas semanas de reducir en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, así como de concluir anticipadamente el programa de reducción de su hoja de balance. Si bien en las comunicaciones respectivas se procuró no identificar este movimiento como el inicio de un ciclo de bajas de tasas, no se descartó la posibilidad de ajustes posteriores en caso de ser requeridos. Asimismo, el Banco Central Europeo ha reiterado su disposición a mantener sus tasas de referencia en los niveles actuales, e incluso inferiores, por un periodo prolongado, anunciando que se encuentra evaluando alternativas para proveer estímulo adicional a través de medidas no convencionales. El Banco de Japón ha señalado igualmente firmeza para actuar en caso de que se acentúen los riesgos para la consecución de sus objetivos inflacionarios.

Diversas economías emergentes han relajado también sus posturas de política monetaria. Tanto en estos países como en los avanzados, a diferencia de lo que se observa actualmente en México, en casi todos los casos esto ha tenido lugar en el contexto de un comportamiento de la inflación acorde con su meta o, incluso más frecuentemente, por debajo de esta.

En virtud de lo anterior, es natural esperar un relajamiento de las condiciones financieras globales. Sin embargo, este escenario enfrenta diversos riesgos. Por una parte, existe la posibilidad de que las medidas de estímulo monetario sean de una magnitud menor a la prevista. Por otra parte, el riesgo de que estas acciones sean insuficientes para contener una desaceleración de la actividad económica mayor a la

anticipada no puede descartarse, a lo que cabe agregar los mayores desafíos para la estabilidad financiera que podrían resultar de un prolongamiento de la lasitud monetaria global.

Asimismo, episodios de turbulencia con efectos equivalentes pueden derivarse de acontecimientos en otros frentes, incluyendo algunos de naturaleza política y geopolítica. Entre estos, cabe destacar el conflicto comercial entre China y Estados Unidos, que se espera sea prolongado, no obstante las acciones tomadas en los últimos días; la mayor probabilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea; y el potencial de periodos de inestabilidad política en Italia y otros países.

Así, la posibilidad de episodios de volatilidad financiera y de ajustes desordenados en los mercados que restrinjan las condiciones de acceso a financiamiento enfrentadas por las economías emergentes continúa latente. De hecho, durante las últimas semanas se han seguido observando flujos de salida en mercados de renta variable de países emergentes, con implicaciones negativas para la valuación de sus monedas y otros activos, a pesar del aún positivo flujo de capital hacia sus mercados de deuda.

En México, la actividad económica ha seguido mostrando atonía. La estimación oportuna arroja un crecimiento del PIB de apenas alrededor de 0.1 % en el segundo trimestre respecto del periodo inmediato anterior, prolongando la situación de estancamiento observada desde el cuarto trimestre de 2018.

El comportamiento del PIB durante el periodo abril-junio fue resultado principalmente, por el lado de la oferta, de una continua contracción de la producción industrial y cierta desaceleración del sector de servicios. Por el lado de la demanda, la información más reciente muestra un debilitamiento del consumo, una tendencia al alza de las exportaciones de mercancías, la persistencia de retrasos en el ejercicio del gasto gubernamental y una contracción de la inversión.

El comportamiento de este último indicador es particularmente preocupante. Después de haber mostrado un estancamiento de mediados de 2015 a mediados de 2018, la inversión fija bruta ha mostrado una cada vez más pronunciada tendencia a la baja, ubicándose en la actualidad en niveles similares a los observados en julio de 2014.

Este comportamiento de la inversión, que además afecta de manera adversa el potencial de crecimiento de la economía, se deriva en parte del fuerte descenso que ha mostrado la inversión pública. Asimismo, la privada se ha visto frenada por la elevada incertidumbre que prevalece en el país, en parte como resultado de factores externos, pero aparentemente en mayor medida por la insuficiente claridad de algunas políticas públicas y un entorno interno que se percibe en general desfavorable para la inversión.

Cabe hacer notar al respecto que más de tres cuartas partes de los analistas del sector privado encuestados por el Banco de México consideran que la coyuntura actual no es favorable para realizar inversiones y que los principales factores señalados como obstáculos al crecimiento de la actividad económica en el país se vinculan a las condiciones económicas internas y a problemas de gobernanza, entre ellos la incertidumbre sobre la situación política, así como problemas de inseguridad pública y de falta de Estado de derecho. También merece destacarse que la relevancia asignada a la política monetaria que se está aplicando es mucho menor.

La lasitud de la actividad económica se ha reflejado en el comportamiento del mercado laboral. El impacto más claro se ha manifestado en el empleo formal. Si bien el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha aumentado en el último año, el incremento respecto del año anterior ha disminuido en más de 40 % entre julio de 2018 y julio de 2019. Por su parte, la tasa de desempleo ha mostrado un incremento moderado, pero acompañado de una mayor ocupación en el sector informal y aumentos en la tasa de subocupación.

Es importante subrayar que no obstante el debilitamiento del mercado laboral, los indicadores más recientes siguen mostrando ajustes de las remuneraciones por encima de la productividad. Esto puede estar

repercutiendo en el empleo. De hecho, el impacto en el empleo formal ha sido particularmente agudo en la zona libre de la frontera norte, en donde el salario mínimo registró un incremento considerable.

En este contexto, las expectativas de crecimiento económico tanto para este año como para el siguiente se han ajustado a la baja, lo que fortalece la expectativa de que durante este lapso continuará observándose una brecha negativa del producto, si bien menor de la estimada considerando la probable caída del crecimiento potencial. Es preocupante que esta desaceleración de la actividad económica se esté presentando en una coyuntura de expansión de la economía estadounidense por encima de su potencial. Se espera una desaceleración del crecimiento de esta última en los próximos años. Las posibles consecuencias de este escenario para la economía mexicana enfatizan la urgencia de corregir los factores internos que están afectando su desempeño.

Considero que el balance de riesgos para la actividad económica de México sigue mostrando un sesgo a la baja.

En lo que respecta a la inflación, continúa observándose el patrón de comportamiento que la ha caracterizado en los últimos meses, es decir, una tendencia a la baja de la inflación general, determinada fundamentalmente por la trayectoria de su componente no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles relativamente elevados.

La meta de inflación de 3 % está referida al comportamiento de la inflación general. Sin embargo, en virtud de la volatilidad del componente no subyacente, para evaluar de manera más precisa las presiones inflacionarias en la economía y la sostenibilidad de la trayectoria de la inflación, es indispensable analizar con cuidado de manera simultánea el comportamiento de su componente subyacente.

En los informes trimestrales publicados en febrero y mayo de este año, la inflación subyacente promedio para el tercer trimestre de 2019 se proyectaba en 3.4 % y 3.6 %, respectivamente. La cifra correspondiente para el mes de julio fue de 3.82 %, habiéndose ubicado alrededor de ese nivel por un periodo prolongado.

Llama la atención la persistencia de la inflación subyacente durante los últimos 16 meses, tomando en cuenta el debilitamiento que ha mostrado la actividad económica y el comportamiento del tipo de cambio, que si bien acompañado de fluctuaciones, ha mostrado una ligera depreciación en ese lapso. En virtud de lo anterior, la evolución de la inflación subyacente parece estar determinada por choques de oferta, derivados del comportamiento de los salarios, los precios de los alimentos y hasta hace poco las cotizaciones de los energéticos.

Se anticipa que la inflación subyacente comience a disminuir en breve, al haberse desvanecido el choque derivado de los precios de los energéticos, y que la tendencia a la baja se acentúe conforme el impacto de la actividad económica sobre los precios se haga más evidente. De esta forma, se mantiene la expectativa de convergencia de la inflación general a la meta de 3 % en el último trimestre de 2020, en el contexto de una inflación subyacente bajo control, suponiendo una tasa de inflación no subyacente por debajo de su promedio de largo plazo y un comportamiento relativamente favorable del tipo de cambio.

A mi parecer, el balance de riesgos para este escenario mantiene un sesgo al alza, si bien en un entorno en el que se ha acentuado la incertidumbre sobre las presiones que ejercerán sobre la inflación en diferentes sentidos sus distintos determinantes y, particularmente, el tipo de cambio y la actividad económica. Considero que uno de los principales factores de riesgo se deriva del tipo de cambio. Como se ha observado en los últimos días, esta variable puede verse sujeta a fluctuaciones importantes. Los ajustes salariales representan otro factor de riesgo para los precios, particularmente si se mantiene la tendencia reciente de incrementos de las remuneraciones por encima de la productividad. Adicionalmente, las finanzas públicas pueden resentir presiones derivadas de la evolución de la actividad económica, la situación de Pemex y los precios internacionales del petróleo, entre otros factores. También es preciso considerar que el componente no subyacente está sujeto a una alta volatilidad.

No obstante un importante ajuste a la baja de las proyecciones de crecimiento económico, las expectativas de inflación basadas en encuestas para todos los plazos, tanto para la inflación general como para la subyacente, se mantienen por encima de las del Banco de México y de la meta de 3 %, que por cierto es un objetivo puntual, no un intervalo de más/menos 1 % alrededor de dicha cifra. La compensación por inflación derivada de instrumentos de mercado ha disminuido, pero continúa sugiriendo la persistencia de riesgos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos.

Desde la última decisión de política monetaria, la evolución de los mercados financieros reflejó el impacto de la desaceleración de la actividad económica y un entorno de gran incertidumbre externa e interna. Así, las tasas de rendimiento sobre valores gubernamentales registraron una disminución, especialmente en los segmentos de mediano y largo plazos, y el mercado accionario mostró una caída importante. Por su parte, el tipo de cambio del peso frente al dólar se depreció en línea con lo observado en otras economías emergentes, no obstante un diferencial de tasas de interés en general favorable para México.

Si bien el difícil entorno externo ha incidido en el comportamiento de las economías emergentes en su conjunto, es importante tomar en cuenta que la percepción de riesgo para el caso de México ha sido en general mayor, lo que refleja el efecto simultáneo de factores idiosincrásicos. Al respecto, vale la pena considerar algunos indicadores. De mediados de octubre de 2018 a la fecha: el desempeño de la prima del seguro contra incumplimiento de pagos sobre la deuda soberana, *CDS*, ha sido más desfavorable en México que en el resto de las 15 principales economías emergentes, con excepción de Turquía; en la actualidad, el nivel de dicha prima en nuestro país supera al del promedio de economías emergentes con calificación crediticia similar e incluso al de muchas con una calificación menor, entre ellas Colombia, Indonesia, Rusia y Hungría. De mediados de 2018 a la fecha: el índice de la Bolsa Mexicana de Valores expresado en dólares ha presentado uno de los peores comportamientos entre las economías emergentes y durante los últimos seis meses las principales agencias han degradado, ya sea la calificación o la perspectiva para la calificación de la deuda soberana.

La situación de Pemex sigue representando una de las principales fuentes de preocupación. El plan de negocios anunciado a mediados de julio no ha logrado restablecer la confianza en las perspectivas financieras de la Institución, especialmente en virtud de las dudas sobre la viabilidad de aumentar la producción de crudo y de alcanzar niveles adecuados de reemplazo de reservas conforme a lo establecido en el plan. De esta forma, no se ha logrado revertir el incremento observado en las primas por incumplimiento de pagos observado en meses previos, y el mercado parece seguir descontando una nueva disminución de la calificación crediticia de Pemex, lo que puede dar lugar a ventas forzadas de deuda de la empresa y en general a turbulencia en los mercados financieros nacionales. Además, se mantiene la preocupación por las posibles repercusiones en las finanzas públicas y en la calificación de la deuda soberana de México.

Naturalmente, la situación de Pemex restringe de manera importante los márgenes de maniobra para la política fiscal. Las autoridades anunciaron recientemente un paquete de medidas orientadas a estimular la actividad económica. Si bien este conjunto de acciones puede ser de ayuda, es importante tomar en cuenta que, en un contexto en el que las finanzas públicas enfrentan retos importantes, incluso en el corto plazo, es indispensable que la política fiscal se apegue a las metas anunciadas para el balance primario tanto para este año como para el siguiente. Un acrecentamiento de las dudas sobre la fortaleza de las finanzas públicas generaría mayor incertidumbre y repercutiría de manera negativa en la actividad económica. También es importante tener presentes los desafíos derivados del uso de un monto importante de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios, en un entorno caracterizado por riesgos considerables.

Por otra parte, es necesario enfatizar que la política fiscal y en general la macroeconómica, enfrentan limitantes considerables para estimular la economía. Para alcanzar este objetivo, se requiere atacar las causas fundamentales de su actual debilidad, esto es, una situación de incertidumbre e insuficiente claridad de las políticas públicas en distintos ámbitos, lo que no genera condiciones propicias para la inversión, además de acciones que de manera directa inhiben a la inversión privada.

En mi opinión, para definir el rumbo de la política monetaria debe tomarse en cuenta que de la anterior decisión de la Junta de Gobierno a la fecha se ha observado lo siguiente:

Un relajamiento de la política monetaria en Estados Unidos, que ha ampliado el diferencial de tasas de interés entre México y ese país, pero cuyo efecto sobre el tipo de cambio ha sido más que compensado por otros factores.

Diversos choques económicos y políticos, de naturaleza tanto interna como externa, que han repercutido en el tipo de cambio del peso frente al dólar y que constituyen un recordatorio de los riesgos que estamos enfrentando y de la necesidad de proceder con extrema cautela.

Persistente incertidumbre sobre diversos aspectos de las políticas públicas y fundamentos económicos que se están debilitando, lo que se refleja con claridad en la percepción de riesgo-país.

Un panorama para la inflación general y subyacente que, comparado con la más reciente decisión de política monetaria, a mi juicio implica ligeros ajustes al alza para la trayectoria futura de esas variables, si bien no la cambia de manera sustantiva.

Falta de credibilidad de las proyecciones de inflación del Banco Central, derivadas en parte de una inflación subyacente que se mantiene por encima de lo anticipado.

A lo anterior cabe agregar que a principios del mes de septiembre se darán a conocer los principales elementos de la política fiscal para el año entrante, insumo fundamental para la implementación de la política monetaria. Me parece también importante señalar que en un entorno de incertidumbre como el actual, reflejado entre otras cosas en un tipo de cambio presionado, es necesario priorizar la confiabilidad de la comunicación del Banco Central, ya que bajo estas circunstancias el potencial de confusión y de consecuencias adversas derivadas de sorpresas en la conducción de la política monetaria se acentúa.

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

No obstante, tomando en cuenta que por los motivos anteriormente señalados es de esperarse que la inflación general continúe disminuyendo, que la inflación subyacente debería empezar a mostrar una tendencia a la baja en las próximas semanas y bajo el supuesto del anuncio de un paquete fiscal sólido para el próximo año, considero que en ausencia de eventos importantes los márgenes de maniobra para la política monetaria deberían ampliarse en el corto plazo.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La actividad económica global en el segundo trimestre del año presentó una desaceleración, tanto en economías avanzadas como emergentes, y se han presentado revisiones a las expectativas de crecimiento para el presente como el próximo año.

Desde mayo se han recrudecido las tensiones comerciales globales, con periodos de mayor confrontación y amenazas arancelarias, con importantes afectaciones en las economías involucradas. Los rubros de la actividad económica que han resentido en mayor grado este entorno, como era previsible, son el comercio mundial, la producción manufacturera, así como importantes afectaciones en la inversión y en la confianza de los negocios. Por su parte, la información disponible muestra que los servicios en las principales economías avanzadas aún se mantienen en expansión y apoyando al mercado laboral, que conserva brechas de desempleo históricamente bajas. Dicha fortaleza del mercado laboral se ha caracterizado por la ausencia de presiones inflacionarias. Ello a pesar de los aumentos que han presentado las revisiones

salariales recientemente. Así, en dichas economías la inflación general y subyacente se han mantenido en niveles inferiores a su meta y con marcadas diferencias entre la inflación de bienes y servicios.

La ausencia de presiones inflacionarias en las principales economías avanzadas está asociada, tanto a la desaceleración económica reciente, como a otros factores que han mantenido a la inflación estructuralmente baja y con una menor respuesta a la menor holgura laboral. Entre estos destacan el cambio tecnológico y la incorporación de países abundantes en mano de obra a la globalización, lo que ha contribuido a mayores ganancias de productividad y mercados más competidos, lo que ha propiciado menores presiones inflacionarias. Cabe señalar que las expectativas de inflación en las principales economías avanzadas se han venido revisando a la baja y se prevé que mantengan niveles inferiores a sus metas por un tiempo prolongado.

En Estados Unidos, la actividad económica ha comenzado a resentir los efectos del agravamiento de las tensiones comerciales, especialmente en la actividad manufacturera y en la inversión corporativa. Así, la información económica más oportuna muestra una desaceleración del crecimiento y la expectativa de una inflación inferior a su meta. En este entorno, los mercados accionarios se contrajeron, y se han presentado considerables revisiones a la baja, tanto en las expectativas de tasas de interés de política monetaria, como en la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano en todos sus plazos. Así, dichos bonos disminuyeron en su plazo de 2 años de 2.26 % el 21 de mayo a 1.58 % el 14 de agosto, los de 10 años de 2.43 a 1.58 % y los de 30 años de 2.86 a 2.02 %, en igual periodo.

Considerando el entorno anterior, en su más reciente decisión de política monetaria, la Reserva Federal redujo en 25 puntos base el intervalo para el objetivo de la tasa de fondos federales, de 2.25 a 2.5 % a uno de 2 a 2.25 %. Destacó que esta medida apoya las perspectivas de crecimiento, al mercado laboral y una inflación cercana a la meta de 2 %, en condiciones de mayor incertidumbre. No es claro qué tanto se desacelerará la economía estadounidense, y cuál será el comportamiento de la inflación, a este respecto, persisten diferencias entre las expectativas de mercado y lo declarado por algunos miembros de la Reserva Federal.

Las tasas de interés en la eurozona también han mostrado reducciones considerables. Los bonos de 10 años en Alemania alcanzaron el 14 de agosto niveles de menos 0.65 %, sus niveles mínimos históricos, ello en respuesta a la debilidad económica. En su última decisión de política monetaria el Banco Central Europeo destacó que las bajas tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales o inferiores al menos hasta mediados de 2020 y que están atentos a extender el estímulo monetario en apoyo a la convergencia de la inflación a su meta.

Los analistas y los mercados financieros prevén una desaceleración de la actividad económica global y apuntan hacia un incremento en los riesgos a la baja. La curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano se ha invertido considerablemente, la tasa del bono a 30 años se ubica cerca del límite inferior del intervalo para el objetivo de la tasa de fondos federales a un día. Esta forma de la curva de rendimientos, y la reducida prima por plazo que ha prevalecido en los últimos años, apunta a una desaceleración económica, que en un caso extremo pudiera llegar a ser una recesión.

En este contexto de desaceleración económica global, los precios de las materias primas se han reducido, especialmente las energéticas, lo cual contribuye a menores presiones inflacionarias. Adicionalmente, la debilidad mostrada por la reciente desaceleración en la producción industrial y las ventas al menudeo en China parecen confirmar la amplitud de la desaceleración global en curso.

Las perspectivas para la economía mundial y los mercados financieros internacionales se mantienen inciertas y persisten importantes factores de riesgo, tales como las tensiones comerciales y sus efectos sobre la inversión y el crecimiento global; una desaceleración pronunciada de la economía China; una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas.

Este entorno tiene dos importantes influencias sobre las economías emergentes. Por un lado, la desaceleración del comercio mundial y los menores precios de las materias primas propician un menor crecimiento económico, un deterioro en los términos de intercambio y reducen las presiones inflacionarias. Por otro lado, se pueden ver afectadas por episodios de recomposición de flujos hacia los activos de menor riesgo, lo que presionaría la cotización de sus monedas, las primas de riesgo y las tasas de interés en los mercados financieros nacionales. El entorno antes descrito es complejo e incierto, ya que dependiendo de las características de las diferentes economías emergentes y su proximidad a las posibles tensiones comerciales, dominaría alguno de estos factores, ya sean las afectaciones en sus mercados financieros o bien en la actividad económica.

El comportamiento más reciente de los mercados financieros prevé importantes afectaciones en la actividad económica, especialmente en aquellos países y regiones más integradas al comercio mundial, y ha propiciado una importante reducción en las tasas de interés en todos sus plazos, tanto en las principales economías avanzadas como emergentes. No obstante, en las últimas semanas, durante los puntos de mayor incertidumbre y tensión comercial, se han visto episodios de búsqueda de activos seguros y volatilidad en los mercados emergentes. Adicionalmente, dichas economías están sujetas a diversos factores de riesgo idiosincráticos, que en algunos casos, como en México, han reforzado la tendencia global de menor crecimiento y la incertidumbre que ha obstaculizado la inversión.

México se ha visto afectado por el recrudecimiento de tensiones comerciales, en particular, por la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos asociada a temas migratorios. Los mercados financieros nacionales también han resentido la reducción en la calificación y en la perspectiva de riesgo soberano, y que una calificadora ubicara la deuda de Pemex por debajo del grado de inversión. El deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, son importantes factores de riesgo. Por lo que se deben atender las causas que dieron lugar a dichas acciones, evitar reducciones de calificación adicionales, y buscar mejorar las calificaciones actuales. Es importante que el ajuste en los mercados financieros nacionales sea ordenado y que se conserven los elementos que le permiten mantenerse como un atractivo destino de inversión.

El entorno externo de menor crecimiento y la consecuente reducción en las tasas de interés en las principales economías avanzadas dio lugar a que los mercados financieros nacionales presentaran importantes disminuciones en las tasas de interés nominales y reales de mediano y largo plazo. Por su parte, el tipo de cambio ha mostrado volatilidad, asociada a los episodios de recrudecimiento de las tensiones comerciales, a factores idiosincráticos o inclusive por el contagio de factores de riesgo en otras economías emergentes, como la desaceleración económica mayor a la anticipada en China o la incertidumbre política en Argentina.

Por ello, es necesario adoptar las acciones y definiciones que contribuyan a generar confianza y anclar de mejor manera las perspectivas sobre la economía mexicana. Ello requiere mantener una postura macroeconómica sólida y que permita hacer frente a posibles escenarios adversos. En el ámbito fiscal, a pesar de los menores ingresos que se prevén para el Gobierno Federal, es necesario cumplir la meta de superávit primario de 1 % del PIB para 2019 y que el paquete económico para 2020 genere confianza.

En cuanto a la actividad económica en México, la información disponible al segundo trimestre del año muestra que la actividad se ha mantenido estancada por varios trimestres, y con debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. En cuanto a la demanda interna, esta ha resentido una persistente atonía en la inversión, especialmente en la construcción y recientemente en la maquinaria y equipo importado. La información más reciente del consumo acentuó su debilidad, a pesar de que aún crece la recepción de remesas y la masa salarial. Por el lado de la demanda externa, las exportaciones manufactureras mostraron un mejor desempeño en el segundo trimestre del año respecto al trimestre previo, a pesar de la desaceleración del comercio mundial. No obstante, su comportamiento estará asociado a la evolución de las tensiones comerciales y sus efectos sobre la economía global, tanto por sus efectos directos como indirectos.

Por el lado de la producción, la información disponible al segundo trimestre del año sugiere un estancamiento del PIB. Entre sus componentes, destaca la debilidad del sector industrial en abril, la contracción de las actividades primarias y la pérdida de dinamismo en los servicios.

Por lo que toca al mercado laboral, este ha presentado un menor ritmo de generación de empleos. Así, las brechas de desempleo han mostrado cierto relajamiento respecto a los niveles alcanzados en 2018.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se relajaron más de lo previsto, y persiste el riesgo de que éstas se amplíen.

Las perspectivas de crecimiento mantienen una elevada incertidumbre, tanto por factores externos como internos, en particular destacan:

Tensiones comerciales a nivel mundial, con afectaciones al crecimiento y riesgo de reacomodo de portafolios.

Amenazas arancelarias de Estados Unidos a México, o que se complique la relación bilateral entre México y Estados Unidos.

Retrasos en la ratificación del T-MEC.

Factores internos que afecten la confianza y las perspectivas de la economía mexicana.

Reducciones adicionales en los ingresos públicos.

Por último, que se materialicen riesgos geopolíticos.

Considerando lo anterior, las perspectivas de crecimiento para este año se han revisado considerablemente a la baja y el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sesgado a la baja.

En cuanto a las perspectivas para el crecimiento de mediano plazo, es necesario: uno, reforzar el estado de derecho, combatiendo la inseguridad, impunidad y corrupción; dos, incrementar la productividad con la adopción de nuevas tecnologías y fortaleciendo el capital humano, y tres, propiciar un entorno de mayor confianza que mejore las perspectivas de inversión.

Por lo que se refiere a la inflación general, esta ha disminuido en los últimos tres meses, pasando de 4.41 % en abril a 3.78 % en julio. Ello como resultado, de una reducción del componente no subyacente, que pasó de 6.08 a 3.64 %, donde destaca la reducción en el rubro de los energéticos. En igual periodo la inflación subyacente ha permanecido alrededor de 3.8 %. Entre los principales factores que han incidido en mayor medida en la inflación subyacente recientemente, destacan los efectos indirectos de las variaciones en los precios de los energéticos y los salarios, que inciden con rezago. Así, el comportamiento de la inflación subyacente en los próximos trimestres estará influido por la interacción de estos factores con los efectos de la mayor holgura en la economía, la cual se prevé mantendrá una trayectoria descendente hacia 3 % en el horizonte de pronóstico.

Las expectativas de inflación a diferentes plazos, provenientes de encuestas y de los mercados financieros, han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3 %.

El escenario central para la inflación general presenta cierta mejoría, principalmente explicada por menores presiones en la inflación no subyacente, especialmente por los energéticos, los cuales si bien destacan por su volatilidad, la desaceleración en la actividad económica global apunta a menores presiones en dicho subíndice. Ello a su vez contribuiría a una moderación en la inflación subyacente.

Entre los riesgos al alza para la inflación, destacan la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos; depreciación del peso por factores externos e internos; aumentos en los precios de los energéticos o los productos agropecuarios; un deterioro en las finanzas públicas, y que los aumentos salariales presionen a la inflación subyacente.

En cuanto a los riesgos a la baja, destacan que se aprecie la cotización de la moneda nacional, por la mayor holgura financiera global o la posible aprobación del T-MEC; menores presiones en el subíndice no subyacente, como ha sucedido con los energéticos, y que se amplíen las condiciones de holgura más de lo previsto.

Persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos sobre la inflación, destacando a la baja, la mayor importancia que ha cobrado la ampliación de la holgura en la economía, y al alza, la posible presencia de algunos riesgos que afectarían a los mercados financieros nacionales y al tipo de cambio, por ejemplo, aranceles o reducciones de calificación.

Si bien la actividad económica se está desacelerando a un ritmo mayor al anticipado y las condiciones de holgura se han venido ampliando, los retos que enfrenta actualmente la economía, la formación de precios y la inflación, no son sólo los relacionados a la posición cíclica de la economía. Son múltiples los retos, tanto externos como internos a los que hace frente la economía. Por ello, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida, que contribuya a propiciar un ajuste ordenado en la economía, y a que la inflación alcance su meta. Ello contribuye a dar espacio para que se adopten las acciones necesarias para promover mayor certeza y confianza, necesarias para un mayor crecimiento.

Cabe destacar que si bien los mercados nacionales siguen expuestos a riesgos externos e internos y un entorno volátil, es importante analizar el comportamiento de la curva de rendimientos. En particular, las tasas de interés de largo plazo se pueden descomponer en: uno, una serie de expectativas de tasas de interés de corto plazo dentro del periodo de vencimiento del instrumento, la cual está altamente relacionada a la postura de política monetaria, y esta a su vez a la posición cíclica de la economía y otras presiones inflacionarias; y dos, la prima por plazo, que compensa por el riesgo inflacionario, el riesgo de duración y de liquidez, entre otros.

Por lo anterior, es útil evaluar el comportamiento de las tasas de interés nominales y reales de largo plazo y sus componentes. Actualmente, tanto la curva de rendimiento nominal, como la real, se encuentran invertidas respecto a la tasa objetivo de fondeo diario. Así, las tasas nominales a 10 y 30 años han registrado niveles alrededor de 7.25 y 7.65 %, respectivamente; mientras que los Udibonos a igual plazo presentaron niveles de 3.35 y 3.6 %, respectivamente. Al respecto, es importante destacar que tanto la serie de expectativas para las tasas de interés de corto plazo en el periodo del vencimiento del título, cómo las primas por plazo han mostrado reducciones significativas en los últimos meses.

La ampliación en las condiciones de holgura en la economía, en combinación con un entorno externo en el que se ha venido consolidando la perspectiva de menores tasas de interés y atonía en las perspectivas de crecimiento, apunta hacia un entorno de menores presiones inflacionarias en el horizonte en el que opera la política monetaria. No obstante, existen otros elementos que también están influyendo sobre la economía nacional y la formación de precios, y que han contribuido a que la inflación subyacente se encuentre en niveles superiores a 3 % y con resistencia a disminuir. Ello sugiere actuar gradualmente y monitorear de manera estrecha la información disponible sobre la posición cíclica de la economía y todos los determinantes de la inflación, así como el balance de riesgos para estos.

Por todo lo anterior, tomando en cuenta que la inflación ha disminuido conforme a lo previsto por este Instituto Central, la ampliación en la holgura de la economía mayor a la esperada y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 8 %. En las condiciones actuales,

este nivel es congruente, con la convergencia de la inflación general a la meta de 3 % en el plazo en el que opera la política monetaria.

Adicionalmente, considero que se debe dar seguimiento cercano a todos los factores y elementos que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, estando atentos a utilizar la información adicional y la posible materialización de algunos de los riesgos para la inflación, para tomar las acciones que se requieran y que la postura monetaria sea congruente con la convergencia de la inflación general a su meta.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 15 de agosto de 2022

www.banxico.org.mx