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 21 de abril de 2020

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 21 DE ABRIL

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 20 de abril de 2020.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

En las últimas semanas, las perspectivas de crecimiento global han continuado deteriorándose y la enfermedad COVID-19 ya se ha esparcido alrededor del mundo. Como resultado de las acciones para limitar el contagio del virus, varios países han adoptado medidas de confinamiento y de distanciamiento social. Como resultado de ello, se anticipan efectos negativos importantes tanto en el comercio como en la actividad económica en general. De hecho, en su reporte más reciente el FMI pronostica que la economía mundial se contraerá en 3 % en 2020.

La demanda mundial por materias primas permanece baja como resultado de la suspensión de actividades económicas. Esto ha conducido a una disminución en sus precios, especialmente en el caso del petróleo y sus derivados, los cuales se encuentran en niveles históricamente bajos. Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para las principales economías continúan reducidas con respecto a los niveles registrados a principios de año.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías han venido relajando sus posturas monetarias de manera sustancial. Actualmente, varios países desarrollados cuentan con tasas de interés cercanas a cero o incluso negativas. Con ello se busca no solamente reducir la tasa libre de riesgo en cada una de estas economías, sino que también se busca influir sobre las primas de riesgo que enfrentan las empresas, abaratando el crédito y, con ello, tratando de generar confianza en medio de un ambiente exacerbado de aversión al riesgo. Además de ello, los principales países avanzados han tomado acciones significativas de política fiscal para estimular sus respectivas economías, las cuales serán financiadas, principalmente, a través de incrementos en sus niveles de deuda pública.

Los mercados financieros globales continuaron mostrando un deterioro significativo con respecto a lo observado a principios de año. Así, las bolsas de valores de diversos países han caído marcadamente en lo que va del año, al tiempo que se ha registrado una apreciación generalizada del dólar; por su parte, las tasas de interés de mediano y largo plazo de las principales economías disminuyeron a la par de las decisiones de los bancos centrales y de la mayor aversión al riesgo. En el último mes, en parte como resultado de las medidas anunciadas por gobiernos y bancos centrales, los indicadores financieros

internacionales mostraron una cierta mejoría en el margen, mientras que las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables en niveles bajos.

En el caso de las economías emergentes, estas han registrado una importante salida de capitales, lo que refleja un incremento sustancial en la aversión al riesgo global. Esto se ha traducido en una depreciación generalizada de las monedas de estas economías. No obstante, la compensación por inflación en la mayoría de los países emergentes ha venido disminuyendo, destacando los casos de Polonia y México entre los países que han experimentado una mayor disminución en este indicador. Lo anterior refleja el hecho de que las presiones sobre la inflación relacionadas con el tipo de cambio están contenidas en la mayoría de los países, incluyendo al nuestro. En concordancia con ello, la mayor parte de los institutos centrales de economías emergentes han disminuido sustancialmente las tasas de interés en lo que va del año y se espera que continúen haciéndolo. En efecto, la expectativa para el promedio de la tasa de referencia para el cierre de 2020 entre estas economías está actualmente por debajo de 3.5 %, lo cual implica que los países emergentes están tomando posturas acomodaticias con tasas reales cercanas a cero o incluso negativas.

En general, considero que el balance de riesgos para la economía mundial continúa ligeramente sesgado a la baja.

Con respecto a la actividad económica en México, ha comenzado a fluir información relativa al mes de marzo que muestran el inicio de una preocupante contracción de la actividad económica en distintos sectores y regiones del país. Así lo muestran indicadores de confianza del consumidor, de pedidos manufactureros, de ventas de vehículos, de gasto en tarjetas de crédito y débito, de reservaciones en restaurantes, de ocupación hotelera y de flujo de turistas.

Quizás el dato más notable es el de los trabajadores afiliados al IMSS, ya que las primeras cifras revelan que la pérdida de empleos formales podría ser enorme. Tan solo entre el 13 de marzo y el 6 de abril de 2020 se perdieron 347 mil empleos formales en todo el país. Para ponerlo en perspectiva considérese que esta cifra es superior a todos los empleos formales creados en 2019, 342 mil. Al ritmo al que se están perdiendo empleos es posible suponer que para fines de abril se habrán perdido alrededor de 700 mil empleos en todo el país. Para valorar lo anterior, nótese que en el punto más álgido de la crisis de 2008 - 2009 se llegaron a perder poco más de 600 mil empleos en un lapso de 12 meses, de junio 2008 a junio 2009.

Existe, por lo tanto, un significativo deterioro de las perspectivas de crecimiento en México. La interrupción temporal de las actividades económicas afectará a la oferta agregada de manera transitoria. Sin embargo, la demanda será afectada por la caída en la demanda externa, la disminución en los ingresos de los trabajadores, el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios, así como por el aumento en el riesgo para la inversión productiva asociado al deterioro en las condiciones económicas. Es de esperar que todo lo anterior afectará a la demanda agregada de manera más profunda y prolongada que a la oferta. Esto implica, desde luego, un incremento de la holgura y menores presiones inflacionarias. Además de anticiparse un deterioro real de la economía, el balance de riesgos se ha sesgado significativamente a la baja, ya que todos los factores mencionados podrían agravarse en caso de que las políticas económicas para paliar la situación sean insuficientes.

En cuanto a la inflación, en el mes de marzo se registró una caída de los precios con respecto al mes inmediato anterior, es decir, hubo una deflación. Este fenómeno no se había observado para un mes de marzo en la historia reciente del país. A este resultado contribuyó de manera muy significativa la disminución en los precios de los energéticos, especialmente de la gasolina. La inflación subyacente también registró una variación mensual favorable, por debajo del promedio de las variaciones de los últimos años. Por su parte, la inflación general anual disminuyó sustancialmente en marzo para ubicarse en un nivel de 3.25 %, relativamente cerca de la meta puntual del Banco de México.

Si bien se han registrado incrementos en los precios de algunos productos agropecuarios, es de esperar que estos sean transitorios, no sólo porque típicamente este tipo de choques se deshacen a los pocos meses, sino porque actualmente están experimentando un incremento derivado de una mayor demanda minorista como resultado de las medidas de aislamiento social.

Hacia adelante, considero que en los próximos meses la inflación general anual permanecerá muy cerca, o incluso por debajo, de la meta del Banco de México. Esto se debe a que los precios en el país estarán siendo influidos por la disminución en el precio de los energéticos, los que usualmente tienen efectos directos e indirectos duraderos y muy positivos sobre la inflación. También se verán favorecidos por las condiciones de holgura asociadas a la contracción económica. En mi opinión, el ajuste al alza en el tipo de cambio tendrá un impacto relativamente limitado sobre la inflación, tal y como lo sugieren múltiples estudios incluyendo a los del propio Banco de México. Por ello, considero que el balance de riesgos para la inflación en México está claramente sesgado a la baja. Considero que en una situación tan compleja como la actual, es muy importante no sobreestimar los riesgos al alza en la inflación, en particular, en aquellos asociados a los movimientos en el tipo de cambio.

En lo que respecta a los mercados financieros locales, en lo que va del año el tipo de cambio se ha depreciado en alrededor de 25 %, siendo una de las divisas con peor desempeño entre el conjunto de economías emergentes. Lo anterior ha ocurrido a pesar del alto diferencial de tasas de interés que mantenemos todavía con respecto a la Reserva Federal. Lo anterior se debe a que, en este momento, los mercados financieros nacionales están siendo más afectados por las preocupaciones de los inversionistas en torno al débil desempeño de la actividad real en México. La evidencia muestra que la depreciación de las divisas de economías con bajos diferenciales de tasa ha sido menor que la de aquellas economías con altos diferenciales. Esto podría reflejar la expectativa de los inversionistas de que la política monetaria acomodaticia de las primeras les permitirá una recuperación económica más ágil, o quizá incluso una contracción menor.

Un argumento a favor de continuar manteniendo un alto diferencial de tasas consiste en observar que el diferencial ajustado por volatilidad cambiaria ha venido disminuyendo. Sin embargo, este argumento no toma en cuenta el hecho de que la volatilidad cambiaria en parte podría haberse incrementado como consecuencia de las altas tasas de interés y del impacto de estas sobre la actividad real. Cuando se toma en cuenta lo anterior, el comportamiento del diferencial ajustado llama, precisamente, a la acción opuesta, es decir, a buscar promover una reducción aún mayor en los diferenciales nominales de las tasas de interés.

La decisión de disminuir en 50 puntos base la tasa de interés en la última reunión tuvo efectos benéficos para los mercados financieros nacionales. A partir de esa decisión, las tasas de interés de bonos gubernamentales en todos sus plazos mostraron una mejoría. Esto es importante, ya que cuando una disminución de tasas de interés es percibida como un mayor riesgo para la inflación, las tasas de largo plazo tienden a subir para reflejar la mayor expectativa inflacionaria. Sin embargo, la disminución de la tasa objetivo provocó una caída de las tasas de largo plazo, lo que refleja que el mercado no está anticipando presiones inflacionarias asociadas a una postura monetaria menos restrictiva. Esto habla del amplio espacio que tenemos para continuar disminuyendo la tasa de interés de referencia sin crear presiones en la inflación y favoreciendo los mercados financieros. En el mismo sentido, los indicadores de condiciones de operación del mercado de deuda mejoraron a raíz de la decisión de disminuir la tasa de interés. Finalmente, los *CDS* de México a 5 años detuvieron su tendencia alcista también a partir de dicha decisión.

Con respecto a las cuentas fiscales, considero que actualmente se cuenta con un espacio limitado para contratar deuda adicional. No obstante, un elemento favorable desde esta perspectiva es el espacio existente para flexibilizar la política monetaria y así poder reducir el costo financiero del gobierno. Como ya lo he mencionado anteriormente, una tasa de interés alta repercute sobre la salud de las finanzas públicas incrementando su costo financiero. Tan sólo en 2019, los intereses, comisiones y otros gastos de la deuda del sector público ascendieron a más de 900 mil millones de pesos, es decir, alrededor de 4 % del PIB. Por

ello, reducciones significativas de la tasa de política monetaria también podrían ayudar a la salud de las finanzas públicas liberando espacio para incrementar la deuda y así poder estimular a la economía.

Por lo anterior, y en especial tomando en cuenta el comportamiento favorable de la inflación y sus riesgos a la baja, las preocupantes perspectivas de una mayor contracción económica, así como el deterioro que se ha observado en los mercados financieros, mi postura en esta ocasión es a favor de reducir la tasa de interés objetivo en 50 puntos base, a un nivel de 6 %.

Cabe señalar que el incremento de las primas de riesgo que se ha venido observando no limita el margen que tenemos para disminuir las tasas de política monetaria, sino que, por el contrario, constituye una razón adicional por la cual deberíamos transitar relativamente pronto hacia una postura acomodaticia. Una disminución substancial de la tasa de interés objetivo permitiría mantener, o incluso reducir el costo del crédito para las empresas, contrarrestando así el efecto del incremento en las primas de riesgo. Además, con los flujos de salida que se han registrado en las últimas semanas, la preocupación de que una reducción de la tasa de interés objetivo podría producir una depreciación adicional significativa debería estar ya descartada. Hoy en día, las preocupaciones de los inversionistas se centran fundamentalmente sobre el desempeño económico de México y no sobre el diferencial de tasas. Además, países de Latinoamérica, nuestros competidores más cercanos, han reducido sustancialmente sus diferenciales de tasa sin que esto haya generado depreciaciones de sus monedas mayores a las que se han observado en México.

Considero que es erróneo pensar que una tasa de interés baja no puede contribuir a la recuperación económica. El costo y acceso al crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas se vería altamente favorecido con una disminución sustancial de las tasas de interés. Este grupo de empresas son las que más empleos generan y son las que serán más afectadas por las consecuencias de la pandemia. Evidentemente, la política fiscal también podría contribuir, pero si los costos de endeudamiento para el gobierno continúan siendo altos, el espacio para mayores estímulos fiscales también continuará siendo limitado.

Por todo lo anterior, considero que la política monetaria más prudente en esta coyuntura es una reducción sustancial en la tasa de interés de política con el fin de ubicar a la tasa de interés real por debajo de su nivel neutral lo más pronto posible. Esto debe ocurrir sin descartar la posibilidad de transitar hacia una tasa de interés real cercana a cero o incluso negativa. Considero que no hacer lo anterior, o postergarlo por demasiado tiempo, sería una decisión poco prudente, ya que afectaría a la economía nacional en un momento de crisis económica, dañaría a los mercados financieros y pondría en peligro a la propia estabilidad de precios.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Mi voto es por reducir en 50 puntos base el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día para situarla en 6 %, con la convicción de que el relajamiento monetario debe de continuar en nuestras próximas decisiones.

La incertidumbre sobre la duración de la pandemia del COVID-19 y las medidas aplicadas para mitigarla impactan a la economía global y local en una magnitud sin precedente. Si bien este choque sanitario es temporal, se desconoce su duración. Aparentemente algunos países ya lograron contener la pandemia mientras que en otros el contagio está en ascenso. Las proyecciones son negativas para la economía internacional debido a los choques de oferta y demanda que representa el distanciamiento social y el confinamiento económico. México se encuentra en plena contingencia sanitaria con gran incertidumbre sobre su duración e impacto en la economía nacional. El peligro principal que enfrentamos es una gran pérdida de empleos en el corto plazo, que no se podrán recuperar en el mediano plazo y así condenar a una proporción todavía mayor de la población a la pobreza estructural.

En este escenario, la actividad económica en México se estima en recesión con una profundidad importante, amplia extensión y posiblemente de una larga duración. Previo al inicio de la contingencia sanitaria, la economía mexicana ya se encontraba en una situación de debilidad y estancamiento. Ahora, se anticipa una fuerte recesión no observada en décadas, a la cual el IMEF ya ha denominado “recesión pandémica”. La preocupación acerca de su severidad se incrementa semana tras semana y se refleja en continuas revisiones a la baja de los pronósticos, incluyendo las de organismos multilaterales. Esta recesión tendrá un impacto significativo en el mercado laboral, en la producción y en prácticamente todos los sectores de la economía. Se espera que la recuperación sea por demás compleja.

Lo anterior obliga a la continuación del relajamiento monetario, consistente con las condiciones crecientes de holgura y a evitar distorsiones en el mercado crediticio. Un relajamiento monetario induce a una mejora en las condiciones financieras, lo cual es una condición necesaria, más no suficiente, para la reactivación del crédito. De igual forma, la tasa de retorno esperada del capital es mucho más baja actualmente. Por ende, a fin de evitar distorsiones, es conveniente que la tasa a la que se fondean los proyectos de inversión se ajuste de la misma manera. En consecuencia, la ampliación de las condiciones de holgura requiere un mayor relajamiento monetario.

En el corto plazo se requieren medidas complementarias para asegurar la liquidez y el sano funcionamiento del sistema financiero, las cuales se han efectuado a nivel global. En línea con esto, el Banco de México implementó un paquete de medidas complementarias para garantizar la liquidez en moneda nacional mediante reducciones al depósito de regulación monetaria y al flexibilizar algunas facilidades crédito. Asimismo, se amplió el crédito en moneda extranjera, aprovechando la línea *swap* en dólares con la Reserva Federal. Para continuar con este esfuerzo, se aprobó un segundo paquete de medidas enfocadas a ampliar el colateral elegible para el acceso a las facilidades de liquidez y para aumentar su cobertura a la banca de desarrollo. En dicho paquete se incluyen medidas para fortalecer los canales de crédito y programas en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para asegurar el buen comportamiento del mercado de bonos para mejorar el posicionamiento del sector bancario ante la gran salida de flujos al exterior. En concordancia con la Comisión de Cambios, el paquete incluye coberturas cambiarias con contrapartes no domiciliadas en el país. Igualmente, el Comité de Regulación de Liquidez Bancaria ha instrumentado políticas macroprudenciales contracíclicas al relajar temporalmente los requisitos mínimos de liquidez entre otras medidas. Así, las instituciones financieras podrán alcanzar un mejor balance ante tensiones en su posición financiera, en especial si los incrementos en la morosidad afectan su liquidez. Por su carácter complementario a este anuncio extraordinario de política monetaria, es vital que este segundo paquete se anuncie en forma simultánea a nuestra decisión.

El Banco de México redujo recientemente la tasa de referencia, pero es necesario continuar en esa dirección pues hay margen y necesidad para hacerlo. En efecto, se continuó con el ciclo de relajamiento al ajustar 50 puntos base en marzo y la propuesta actual es que se siga en la misma trayectoria, por segunda vez fuera de calendario, dados los determinantes de la coyuntura. Por el lado de la postura relativa, pese al amplio diferencial de tasas respecto a Estados Unidos, la posición actual es solo ligeramente restrictiva. Esto debido al significativo incremento de las primas de riesgo, en particular tras las bajas de calificación soberana de dos agencias calificadoras en las últimas semanas. Sin embargo, por el lado de la postura absoluta, la tasa de referencia se encuentra por encima de la tasa neutral de corto plazo cuando debería estar ya por debajo; afortunadamente hay amplio margen para una mayor reducción.

Este espacio para reducir la tasa se genera dado que el balance de la inflación es a la baja en el corto plazo. La trayectoria actual anticipa que la tasa anual registre un nuevo mínimo histórico en el corto plazo y es casi un hecho de que se ubicará muy por debajo de su objetivo al finalizar este mes. Si bien este hecho se debe a la caída aguda en los precios de las gasolinas, es de destacar la reducción de la inflación subyacente estimada para el mes. En el corto plazo, si bien pudiera haber presiones al alza en precios derivadas de la escasez inducida por la interrupción de las cadenas productivas o por la depreciación cambiaria, estas han sido más que compensadas por las presiones a la baja. Estas últimas provienen de la fuerte caída en los

precios de las materias primas y de la ampliación de las condiciones de holgura, las cuales se originan por la baja demanda debida a las restricciones sanitarias.

Sin embargo, la incertidumbre prevalece en el mediano y largo plazos por diversos factores: el índice de precios pierde relevancia al tener a un sector de la economía sin poder consumir libremente; se desconoce cuál será la dinámica de precios una vez que se levanten las medidas de confinamiento; un porcentaje significativo de la reducción de la inflación se debe al componente no subyacente, el cual por su naturaleza volátil puede revertirse en cualquier momento, en especial si la OPEP logra estabilizar al mercado petrolero, y las expectativas de inflación de mediano plazo no ceden y se mantienen por encima de la meta. Estos factores implican riesgos de los que hay que estar conscientes por las posibles consecuencias negativas para la credibilidad y el compromiso del banco central con la meta de inflación en el futuro. No obstante, ante la emergencia económica y el nivel de inflación actual, el énfasis debe estar en proveer la liquidez necesaria y evitar que el descalabro económico afecte la estabilidad financiera.

A la incertidumbre existente se tiene que agregar la pérdida de eficiencia de la medición de la inflación y de otros indicadores económicos por problemas con la recopilación de datos. La necesaria política del distanciamiento social en la política de mitigación de la pandemia obliga al Inegi, al igual que otras instituciones similares a nivel internacional, a postergar hasta nuevo aviso la compilación de información presencial. Si bien se plantean métodos remotos como el teléfono o el internet para levantar encuestas, el cambio metodológico en el levantamiento de información muestral representa una pérdida en la calidad de la información y en el diagnóstico de las circunstancias. Aún sin estas limitantes, la obligación de tener negocios cerrados y las restricciones laborales hacen que la interacción entre entrevistadores y entrevistados sea muy compleja. Por ende, no se dispondrá de información precisa en estos meses para evaluar variables tan esenciales como la inflación y el empleo.

En este escenario complejo, la experiencia global muestra que al lado de la acción monetaria hay también la necesidad de una respuesta decidida por el sector fiscal. La política monetaria por sí sola tiene un bajo impacto dado que el canal del crédito es ineficiente para estimular a la economía. De igual forma, si no hay condiciones de certeza jurídica y de gobernanza no se puede inducir a una mayor inversión por muy barato que sea el crédito. Por ello, el esfuerzo monetario es insuficiente sin el estímulo fundamental de la política fiscal. Sin embargo, hay poco margen debido a la fragilidad de las finanzas públicas y de Pemex, lo cual se ha reflejado en el deterioro de la calidad crediticia observado en estos días. Por último, hay que resaltar que el Banco está en la mejor disposición para contribuir a enfrentar esta pandemia preservando su credibilidad y dentro de los límites que el marco institucional permite sin poner en entredicho su objetivo prioritario o su autonomía.

En suma, nos encontramos ante un reto que nos demanda la implementación de medidas de relajación decididas, donde muchas de ellas carecerán de precedente. La recesión actual es tan profunda y complicada que puede revelar o empeorar fallas estructurales ya existentes a pesar de la implementación de dichas medidas. Por lo mismo, la coyuntura demanda actuar de una manera más audaz y más allá de los esquemas tradicionales. Tiempos extraordinarios demanda medidas extraordinarias; debemos dejar atrás la prudencia acostumbrada para pensar y actuar fuera de la caja.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Durante las últimas semanas la pandemia del COVID-19 ha mostrado una expansión exponencial, especialmente en las principales economías del mundo, alcanzando 2.4 millones de casos confirmados y casi 170 mil decesos. Las medidas de contención del contagio están ocasionando devastadores efectos sobre la economía global y se prevé que la emergencia sanitaria podría provocar la peor recesión mundial registrada desde la Gran Depresión.

En abril, el FMI revisó fuertemente a la baja sus pronósticos de crecimiento para prácticamente todas las regiones y ahora espera una contracción global de 3 % en 2020, así como una recuperación de 5.8 % en 2021. No obstante, dichas previsiones están sujetas a elevada incertidumbre respecto a la posibilidad de controlar la pandemia y el ritmo de reapertura de las actividades.

En una lectura más detallada, se estima que el impacto económico en 2020 sería más profundo para el conjunto de países avanzados, cuyo desplome podría superar 6.1 %, lo que intensificaría el choque de demanda mundial y añadiría enormes desafíos a la dinámica económica global. Por su parte, del bloque de economías emergentes, los países latinoamericanos serían los más afectados, con una caída de 5.2 % este año, debido a la significativa reducción en los precios de las materias primas, a su extenso sector económico informal y a sus frágiles posiciones fiscales.

Derivado de lo anterior, el balance de riesgos para la economía mundial se ha deteriorado y continúa notablemente sesgado a la baja.

En este contexto, se observa una marcada aversión al riesgo, por lo que las condiciones financieras se han endurecido y los mercados internacionales han experimentado un deterioro en sus condiciones de operación. En respuesta, autoridades de economías avanzadas y emergentes, así como organismos internacionales, han implementado extensas medidas fiscales, monetarias y financieras.

En el ámbito monetario, diversos bancos centrales continúan reduciendo sus tasas de referencia, alcanzando en algunos casos niveles cercanos a cero. Aunado a lo anterior, han sumado medidas para estabilizar sus respectivos mercados cambiarios, para ampliar significativamente sus programas de compra de activos y para poner a disposición facilidades con el fin de dar liquidez a los mercados y asegurar que no se interrumpa el crédito.

Por su parte, la mayoría de los gobiernos han anunciado paquetes de estímulo fiscal sin precedente, algunos casos de hasta 43 % de su PIB, para apuntalar la confianza de los agentes, impulsar la demanda agregada y evitar una contracción más profunda.

Dichas medidas, aunadas a la percepción de que se ha estabilizado el ritmo de contagio del COVID-19 en algunos países, la posible efectividad de ciertos fármacos para tratar el virus, así como los anuncios de reactivación parcial y gradual en ciertas economías y el acuerdo de la OPEP+ para recortar la producción de petróleo, han empezado a inyectar un optimismo moderado.

No obstante, persiste un profundo sentimiento de aversión al riesgo, que ha provocado durante los dos últimos meses flujos de salida de capitales de economías emergentes por más de 100 mil millones de dólares, tres veces el monto registrado durante el mismo período de la crisis financiera de 2008-2009.

En México, de acuerdo con cifras oficiales, se cuentan más de 8 mil casos confirmados de COVID-19, con alrededor de 700 decesos, y se espera que el pico de contagios se presente en las próximas seis semanas. La información económica empieza a mostrar los efectos de la interrupción de cadenas de valor globales y de las medidas de contención implementadas en nuestro país. En marzo, la confianza del consumidor cayó por segundo mes consecutivo y el IMSS reportó la mayor pérdida de empleos para dicho período desde que se tiene registro mientras que los indicadores de confianza empresarial, el de pedidos manufactureros y los referentes a la opinión empresarial se ubicaron en terreno de contracción.

Asimismo, los datos sobre la ocupación hotelera, el tránsito aéreo y terrestre y el flujo de turistas en el país permiten vislumbrar un severo debilitamiento en el sector servicios. Por su parte, la producción automotriz registró una contracción anual de más de 24 % durante marzo, lo que anticipa un deterioro importante de la actividad manufacturera. Dicho escenario podrá agravarse ante la extensión de las medidas de distanciamiento social hasta el 31 de mayo, anunciada por las autoridades sanitarias. Algunos especialistas prevén una contracción en el segundo trimestre de hasta 34 % a tasa anualizada.

En consecuencia, organismos internacionales, agencias calificadoras y participantes del mercado continúan ajustando sus pronósticos de crecimiento a la baja para este año. Si bien una recesión es el escenario central, el entorno de marcada incertidumbre global y nacional dificulta cuantificar su profundidad y duración. El rango de pronósticos para 2020 y 2021 es atípicamente amplio, situándose entre -3.9 y -9 % y entre 0.4 y 5.5 %, respectivamente.

Por su parte, los mercados financieros locales mantienen condiciones de operación deterioradas, con un importante grado de volatilidad.

En el mercado cambiario los diferenciales de compraventa se ampliaron a niveles sin precedente, alrededor de tres centavos, mientras que la volatilidad, el sesgo y la profundidad mostraron deterioros significativos. Desde nuestra última decisión se alcanzó un nuevo máximo histórico, de 25.77 pesos por dólar, si bien la cotización actual fluctúa alrededor de 24. En términos comparativos, el peso mexicano se ubica entre las divisas emergentes con mayor depreciación, al acumular una caída en el año mayor a 25 %. Asimismo, el entorno descrito ha propiciado una transición de una posición larga en instrumentos cambiarios de corto plazo en pesos a una corta.

En el mercado de renta fija gubernamental, durante el último mes se observaron ajustes a la baja principalmente en las de corto plazo, observándose una curva de tasas empinada derivado de que las primas por plazo continúan mostrando preocupaciones por factores relacionados con políticas internas. Ello ha propiciado incrementos en los diferenciales de corto y largo plazos, condiciones menos favorables, una menor liquidez y la liquidación de posiciones. Como resultado, durante marzo se observó una salida de 6 mil millones de dólares de inversionistas extranjeros, cifra nunca vista en un solo mes. En consecuencia, la cifra acumulada para este año asciende a más de 7,500 millones de dólares.

Desde nuestra decisión de marzo, el mercado accionario presentó una recuperación marginal, menor en comparación con la mayoría de las economías emergentes.

En adición al entorno externo adverso, las preocupaciones por factores idiosincráticos comienzan a cobrar mayor relevancia. En los últimos diez días hemos observado la materialización de riesgos sobre los que hemos venido alertando: dos agencias calificadoras tomaron acciones como respuesta a las crecientes preocupaciones en torno a la caída en los precios del petróleo, a la fragilidad de las finanzas públicas, la sostenibilidad de Pemex y al debilitamiento institucional derivado de políticas internas. En el caso del soberano, Fitch Ratings redujo la calificación crediticia de BBB a BBB-, con perspectiva estable, mientras que Moody’s por primera vez hizo lo propio, al reducir la nota de A3 a Baa1, manteniendo una perspectiva negativa.

Por lo que se refiere a Pemex, Moody´s redujo la calificación en dos escalones, al pasar de Baa3 a Ba2, con lo cual su deuda perdió el grado de inversión. Si bien el mercado ya había descontado esta acción en el precio de los bonos y su cobertura por incumplimiento crediticio, es previsible que se observen ventas adicionales de dichos activos por parte de inversionistas y que se traduzca en un mayor apretamiento de las condiciones de financiamiento de la empresa y del país, las cuales ya se encuentran restringidas ante el bajo apetito por riesgo y la alta volatilidad.

En cuanto a la inflación, entre febrero y marzo, la general disminuyó significativamente, de 3.7 a 3.25 %, debido principalmente al ajuste importante a la baja del componente no subyacente, el cual pasó de 3.81 a 2.19 %, mientras que el subyacente mostró una ligera reducción, de seis puntos base, al ubicarse en 3.6 %.

La contracción de la inflación no subyacente se explica por los energéticos, cuya disminución sobrecompensó el aumento de 9.96 % de los agropecuarios. Por lo que se refiere a la inflación subyacente, si bien se observó una moderada caída en su lectura, algunos rubros como alimentos y bebidas, y ciertos servicios, se mantienen por arriba de 4.5 %.

Ante condiciones extraordinarias como las actuales, existe un alto grado de incertidumbre respecto a la dinámica de la inflación y sus componentes, en particular sobre posibles cambios en los patrones de consumo y sus efectos sobre la formación de precios; la magnitud y duración de los distintos choques de oferta y de demanda, así como sobre la persistencia de las condiciones adversas en los mercados financieros; los efectos de la disrupción de cadenas globales de valor y la posible escasez de algunos bienes, y posibles efectos de segundo orden derivado de la percepción de que la depreciación del tipo de cambio sea permanente.

Desde nuestra última reunión, el entorno económico se ha deteriorado significativamente y las proyecciones sobre el crecimiento se encuentran significativamente sesgadas a la baja. En particular, los mercados financieros nacionales se han visto seriamente afectados, por lo que la Junta de Gobierno consideró conveniente llevar a cabo una reunión extraordinaria que permita dar respuesta oportuna a la rápida evolución de las circunstancias.

En el ámbito interno, la economía mexicana se ha visto impactada por una combinación de choques simultáneos de magnitudes sin precedente: la marcada desaceleración de nuestro principal socio comercial, la caída de los precios del petróleo, agravada por el ofrecimiento de Arabia Saudita de suministrar en diversos países todo el crudo que les proveía México, el impacto de las medidas de contención del COVID-19, principalmente en el sector de servicios, y la reducción de las remesas provenientes de Estados Unidos. Si bien aún es incierta la duración y severidad de dichos eventos, el escenario central es una recesión este año y el reto para recuperar la senda del crecimiento es mayúsculo.

En contraste con el estancamiento de la actividad económica observada durante 2019, cuando el principal lastre provino del desplome del comercio internacional y la actividad manufacturera, ahora se anticipa que la contracción más importante ocurra en el sector no manufacturero, especialmente en los servicios y el comercio, lo que tendrá repercusiones más graves sobre el empleo y la ocupación. En este sentido, resulta esencial el apoyo a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a los hogares de menores ingresos que dependen principalmente de la economía informal.

En este complejo entorno, el Banco debe continuar actuando oportunamente dentro del ámbito de su competencia, haciendo uso de todas las herramientas a su alcance, para asegurar la estabilidad de precios y el buen funcionamiento de los mercados financieros y de los sistemas de pagos. En especial, debe proceder para facilitar que el sistema financiero siga cumpliendo su función de movilizar los fondos prestables en la economía y que pueda absorber de manera ordenada el choque real que implica la pandemia.

Resulta fundamental reconocer que a pesar de la fuerte caída de la actividad económica y de la reciente reducción de la inflación general, seguimos enfrentando retos importantes en la conducción de la política monetaria. Por una parte, es difícil cuantificar la profundidad y duración de la recesión. Por la otra, la mayor aversión al riesgo global y el incremento del riesgo país por factores idiosincráticos limita nuestro margen de acción.

En este contexto, el Banco de México debe actuar con oportunidad y prudencia, con base en la información disponible utilizando todas las herramientas a su alcance para mantener la estabilidad de precios y coadyuvar al mejor funcionamiento de los mercados financieros. En particular considero que actualmente existe espacio para una reducción en la tasa de referencia lo que, en combinación con medidas adicionales que hemos aprobado para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer el crédito y proveer liquidez, coadyuvaría a enfrentar la compleja coyuntura actual.

No obstante, es fundamental resaltar varios factores críticos de carácter estructural que debemos vigilar.

Primero. El Banco debe comunicar de manera clara que el principal propósito de reducir la tasa de referencia, dada la inflación observada, es apoyar el funcionamiento de los mercados financieros frente a la incertidumbre y volatilidad ocasionados por la pandemia, y que no tiene como objetivo estimular el consumo y la inversión.

Segundo. El incremento de la salida de flujos de capital en el año, así como el ajuste al alza en los indicadores de riesgo país, muestran que la posición monetaria relativa no cuenta con un margen amplio, como comúnmente se cree.

Tercero. Se han materializado algunos de los riesgos previstos en torno a Pemex y las finanzas públicas, lo que requiere que actuemos con gran cautela. La reducción por parte de Fitch Ratings de la calificación del soberano al escalón más bajo de grado de inversión y la pérdida de Pemex de ese grado por parte una segunda calificadora alertan sobre los riesgos de un mayor endurecimiento de las condiciones de financiamiento de la economía, que podría obstaculizar la recuperación una vez que pase la emergencia sanitaria.

Cuarto. Es indispensable que se propongan medidas de apoyo fiscal que atiendan los efectos de la emergencia sanitaria de manera suficiente y sostenible, sin comprometer el marco macroeconómico de responsabilidad fiscal. En este sentido, no existe camino que evite la reevaluación de prioridades y la implementación de esquemas que permitan una mayor participación del sector privado en los proyectos de inversión pública. Ante la crisis, más que nunca, cada peso de recursos públicos debe invertirse en proyectos que sean rentables social y económicamente.

Quinto. Por último, es necesario atender las preocupaciones en torno a la necesidad de generar políticas públicas que den certidumbre a la inversión privada. La crisis que enfrentamos no solo es sanitaria y económica, sino de confianza. La economía mexicana ya se encontraba estancada antes de la pandemia del COVID-19, principalmente por falta de confianza derivada de decisiones de política pública, así como de Estado de derecho, de gobernanza y de seguridad pública. Marzo culmina como el mes más violento en 18 meses, por número de ejecuciones y homicidios. No existe planta productiva que pueda soportar condiciones de inseguridad de esta magnitud; se trata de una agenda indispensable para la reactivación económica. En este sentido, ninguna medida monetaria o fiscal podrá ofrecer los beneficios esperados si no se cuenta con la confianza para invertir.

Por ello, mi intención de voto es disminuir en 50 puntos base la tasa de interés interbancaria a un día, para dejarla en 6 %. Asimismo, considero conveniente anunciar esta decisión junto con las medidas adicionales que hemos evaluado para garantizar la provisión de liquidez y mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Por último, considero esencial remarcar la relevancia que tendrá nuestra reunión de mayo, en la que contaremos con mayor información oportuna que nos permitirá reevaluar las condiciones de la coyuntura y, en su caso, tomar las medidas pertinentes para facilitar que la economía asimile de manera ordenada los choques actuales.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Las perspectivas para la economía mundial han continuado deteriorándose desde la última decisión de política monetaria del Banco de México. Esto, principalmente como resultado de las afectaciones que la pandemia de COVID-19 ha tenido en una diversidad de ámbitos. En cuanto a la actividad económica, las proyecciones para este año han seguido presentando revisiones a la baja, anticipándose una contracción, la primera desde 2009, misma que podría ser superior a esta última. Se prevé una caída generalizada de la producción tanto en economías avanzadas como emergentes.

Para 2021, si bien se espera una recuperación importante, este escenario se encuentra sujeto a riesgos considerables. En primer lugar, es incierto el momento o las condiciones a partir de las cuales las distintas jurisdicciones comenzarán a relajar las medidas que han impuesto a fin de contener la propagación del coronavirus entre sus poblaciones, así como el ritmo al que lo harán. En segundo lugar, de proceder conforme a lo anterior, y en ausencia de una vacuna o tratamiento efectivo para este padecimiento, no es posible descartar el resurgimiento de brotes epidemiológicos, que podrían combinarse con una mayor cautela por parte de hogares y empresas para reanudar sus actividades. En tercer lugar, los daños infligidos durante el episodio actual a los aparatos productivos y cadenas de suministro, pueden ser difíciles de revertir y de una persistencia mayor a la esperada, especialmente si los sistemas financieros sufren afectaciones considerables.

Un amplio número de países ha venido anunciando importantes acciones adicionales a las estrictamente sanitarias. En el ámbito monetario, numerosos bancos centrales, incluyendo a los de las principales economías del mundo, han adoptado medidas de relajamiento, tanto de corte convencional como cuantitativo. Asimismo, se ha seguido registrando un incremento de programas de estas instituciones orientados a proveer a sus mercados y sistemas financieros de la liquidez y financiamiento requeridos para su adecuado funcionamiento. En lo fiscal, los paquetes hasta ahora anunciados se han enfocado principalmente a apoyar a sectores clave tanto de la población como de la actividad económica.

En este contexto, los mercados financieros internacionales continúan registrando elevados niveles de volatilidad, en ocasiones derivando en eventos sin precedente. A este respecto, cabe señalar el colapso de los precios internacionales del petróleo, destacando el caso de la referencia *West Texas Intermediate* que, en contratos a ejercerse el próximo mes, registró recientemente cifras negativas. Esto, a pesar de los acuerdos para recortar la oferta alcanzados recientemente por los principales países productores, evidentemente insuficientes ante la caída global de la demanda en una situación de prácticamente nula capacidad de almacenamiento adicional disponible.

El sentimiento generalizado de aversión al riesgo en los mercados ha repercutido de manera particular en las economías emergentes, que han visto fuertemente reducidas sus fuentes de financiamiento externo.

Los flujos de salida de estas economías, en instrumentos tanto de renta fija como variable, acumulan durante este episodio el mayor monto del que se tiene registro. Naturalmente, esto se ha visto reflejado en los precios de los activos de estas economías, destacando en general sus tipos de cambio e índices accionarios. Las presiones potenciales en este frente son considerables, como resultado de una serie de factores de riesgo que, adicional a los que estrictamente se podrían desprender de la situación actual, aún persisten. Entre estos, destaca el posible resurgimiento y agudizamiento de tensiones internacionales de corte comercial, político y geopolítico, como resultado de procesos como las elecciones presidenciales en Estados Unidos y la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

En México, el panorama macroeconómico ha registrado cambios radicales desde la última decisión de política monetaria. Lo anterior se refleja con claridad en la actividad económica, como resultado tanto de la fuerte contracción de las demandas interna y externa como de los choques de oferta ocasionados por la pandemia del COVID-19 y acentuados por el desplome de los precios internacionales del petróleo. Se perciben también cambios importantes, aunque de menor magnitud, en la posible trayectoria de la inflación.

El primer caso de contagio por COVID-19 en México se registró a finales de febrero. De esta forma, la información disponible para evaluar el impacto de la pandemia sobre la actividad económica es escasa. Sin embargo, diversos indicadores ya reflejan la importancia de este choque. Entre ellos, cabe destacar los índices de gerentes de compras, las ventas de automóviles y diversos indicadores de muy alta frecuencia. Además, los índices de confianza empresarial se han deteriorado significativamente, alcanzando en el caso del sector comercial niveles inclusive menores a los observados durante la crisis financiera global.

En este contexto, el mercado laboral muestra un deterioro significativo. En marzo, el empleo formal mostró la mayor disminución mensual en términos porcentuales desde que se tiene registro, observándose además la menor creación de empleos formales en 12 meses desde enero de 2010.

Existe todavía demasiada incertidumbre para hacer una evaluación confiable del impacto de la pandemia en la actividad económica en México. Por una parte, si bien en algunos países se observan indicios de mejora, la duración e intensidad de la pandemia son todavía inciertos. Por otra parte, la evidencia disponible para nuestro país es insuficiente para evaluar con márgenes de confianza adecuados la trayectoria futura de la economía.

Sin embargo, para proporcionar una idea de la magnitud del cambio de las perspectivas de crecimiento económico durante las últimas semanas, vale la pena hacer referencia a la forma en que se han modificado las estimaciones de los analistas. Al momento de la decisión de política monetaria de marzo, la mediana de los analistas encuestados por Citibanamex proyectaba un crecimiento del PIB en nuestro país de 0.7 % para 2020 y de 1.6 % para 2021. En la actualidad, las cifras correspondientes son de -5 y 1.8 %, respectivamente. Además, en el margen se observan ajustes adicionales a la baja en las expectativas de crecimiento en ese lapso.

El impacto de la pandemia sobre el PIB dependerá de la duración y profundidad de esta y de su incidencia sobre la demanda, tanto interna como externa, y sobre la oferta. Bajo las tendencias que se observan actualmente, la economía mexicana puede registrar durante 2020 su mayor contracción desde la Gran Depresión.

Existe también poca claridad sobre la fortaleza de la recuperación una vez que esta inicie. La mediana de los analistas espera una recuperación relativamente rápida de la actividad económica en Estados Unidos, con una caída del PIB de -4 % este año seguida de un repunte de 3.6 % en 2021. Naturalmente, esto debería apuntalar a la actividad económica en México. Sin embargo, de materializarse el escenario antes señalado para Estados Unidos, sus implicaciones para la economía mexicana dependerían de manera crucial del grado en que la debilidad inicial incida tanto en el aparato productivo como en el sistema financiero. De ahí la importancia de implementar medidas en diversos ámbitos orientadas a apoyar a estos sectores.

En todo caso, es claro que la brecha negativa del producto durante este año y el siguiente será mucho más amplia de lo que se pensaba hace unas semanas. Esto puede ejercer una fuerte presión a la baja sobre la inflación.

En el caso de esta última, la información al mes de marzo muestra un descenso importante del índice general, determinado nuevamente por su componente no subyacente, producto a su vez en lo esencial de la caída de los precios de los energéticos. Por su parte, la inflación subyacente registró una leve disminución en ese mes.

Es probable que en el muy corto plazo la inflación general descienda, fundamentalmente a causa de los menores precios de la gasolina, aunque también por disminuciones adicionales de la inflación subyacente, derivados en parte del efecto de la pandemia en rubros como los servicios turísticos.

Sin embargo, en un horizonte más largo, la trayectoria de la inflación es menos clara. Por una parte, la depreciación del tipo de cambio y los choques de oferta derivados de las afectaciones a las cadenas de suministro y en general de las disrupciones a la producción, ejercerán presiones al alza sobre esta, en tanto que la contracción de la economía y precios de los energéticos deprimidos tendrán el efecto contrario.

Hasta la fecha, las expectativas de inflación no se han modificado de manera importante como resultado de la pandemia. En particular, aquellas basadas en encuestas siguen ancladas en niveles cercanos a 3.5 % tanto para las distintas definiciones como para los diferentes plazos.

Si bien coincido en que el efecto neto de los choques recientes sobre la inflación es incierto, también considero que ante la dimensión de la esperada caída del producto, la probabilidad de que el choque de demanda domine al del tipo de cambio y de oferta ha aumentado, aunque en un entorno sujeto a riesgos significativos.

Los mercados financieros en México han mostrado un comportamiento muy volátil en las últimas semanas, caracterizado, entre otros factores, por fuertes salidas de capital de extranjeros y, a pesar de disminuciones generalizadas de los rendimientos sobre valores gubernamentales, condiciones de operación muy deterioradas en el mercado de renta fija, sugiriendo la necesidad de tomar acciones para evitar un menoscabo mayor en el mismo.

En el mercado cambiario, el tipo de cambio sigue registrando niveles muy depreciados y condiciones de operación adversas. Aunque esto se explica en parte por factores que han afectado de manera generalizada a las economías emergentes, la presencia de factores idiosincrásicos es evidente, como lo muestran las recientes reducciones a la calificación de la deuda soberana de México y de Pemex.

En este contexto, se ha observado un fuerte incremento en las primas de riesgo para la economía del país. Así, por ejemplo, las correspondientes a la cobertura del riesgo de incumplimiento de pagos, *CDS*, a 5 años, registran el mayor aumento entre las principales economías emergentes a lo largo del año.

La combinación de una fuerte contracción de la actividad económica, presiones en ambos sentidos para la inflación y turbulencia en los mercados financieros continúa presentando un panorama complejo para la política monetaria. Haciendo un balance de los anteriores factores, y en particular considerando la mayor probabilidad de que el choque de demanda sobre la inflación prevalezca sobre los otros que operan en sentido contrario, en mi opinión una menor tasa de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a la meta de 3 % durante el periodo de influencia de la política monetaria. Me parece, además, que la pronunciada modificación de las condiciones macroeconómicas del país desde la última decisión de política monetaria hace imperativo que esta decisión se tome antes de lo contemplado en el calendario original.

A mi juicio, una disminución del objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día de 50 puntos base, a un nivel de 6 %, permite un balance adecuado entre los márgenes que se abren para la política monetaria y los riesgos que todavía se observan, por lo que este es el sentido de mi voto. Me parece que bajo las tendencias que se vislumbran en la actualidad, existen bases para contemplar un relajamiento adicional de la política monetaria, inclusive en el corto plazo. Sin embargo, en virtud de los riesgos para la inflación y de la elevada volatilidad en los mercados financieros, será indispensable proceder con prudencia.

También debe tomarse en cuenta que, ante una crisis como la que estamos enfrentando, el Banco Central debe actuar en varios frentes. Por ello, además de las acciones en materia monetaria, se han venido tomando una serie de medidas para contribuir a fomentar condiciones de liquidez propicias en los mercados financieros, el restablecimiento de condiciones de operación adecuadas en los mercados de deuda internos, un comportamiento ordenado del mercado cambiario, la preservación de condiciones de estabilidad financiera y la introducción de estímulos para la expansión del crédito bancario que, además de aliviar el impacto de la pandemia, apoyan el fortalecimiento de la confianza de los agentes económicos.

Aunque estas medidas son indispensables, no permitirán por sí solas resolver ni las dificultades generadas por los choques externos ni los retos de crecimiento económico de largo plazo. La política monetaria solo influye en el crecimiento en el largo plazo a través de su contribución a crear condiciones de estabilidad macroeconómica. En el caso de México, aun a lo largo del ciclo el impacto sobre la actividad económica es modesto en virtud de las características del sistema financiero de nuestro país, a lo que habría que agregar las limitaciones de la política monetaria para suavizar las fluctuaciones de la actividad económica ante choques como los actuales. El logro de los objetivos antes señalados requiere en particular de acciones adecuadas tanto de salud pública como fiscales, cuya implementación a mi parecer es viable inclusive sin

incurrir en un mayor endeudamiento. Se necesita, además, un conjunto de políticas enfocadas en fomentar un ambiente propicio para la inversión privada y el crecimiento de la productividad.

Como ya se señaló, los riesgos para la economía se han incrementado de manera importante en las últimas semanas. Las tres principales agencias han disminuido en el transcurso del último mes la calificación tanto para la deuda soberana como para Pemex, con lo que la empresa petrolera perdió en la práctica el grado de inversión. Además, en una encuesta realizada recientemente entre inversionistas, solamente un 10 % de ellos considera que la deuda soberana del país mantendrá el grado de inversión, y la mayoría anticipa que la pérdida de este nivel ocurra este año o el siguiente.

Las implicaciones de los choques derivados de la pandemia del COVID-19 y de la caída de los precios del petróleo son señalados tanto por las agencias calificadoras como por los analistas en general como uno de los factores explicativos de esas acciones. No obstante, a lo anterior se agregan otros de naturaleza interna, como esfuerzos insuficientes por el lado fiscal para hacer frente a los choques externos; una orientación cuestionable del gasto público; un marco de políticas públicas con mensajes mixtos, que ha erosionado la fortaleza institucional y deteriorado el estado de derecho; y persistente inseguridad, entre otros. Ante el consecuente menoscabo del ambiente para la inversión privada, se han acrecentado las dudas sobre el potencial de crecimiento del país en los próximos años y sus implicaciones para las finanzas públicas. La situación se considera aun más complicada en virtud de las inciertas perspectivas de Pemex y del posible agotamiento de los recursos disponibles en el FEIP en un futuro cercano.

En mi opinión, los choques derivados de la pandemia y de la caída de los precios del petróleo aceleraron un resultado que ya se venía gestando. Tanto la superación de la crisis actual como el fortalecimiento de las perspectivas de crecimiento económico en el largo plazo requieren de una reorientación profunda de la estrategia económica. De otra forma, la pérdida del grado de inversión para la deuda soberana será cuestión de tiempo. Este resultado se puede evitar. Sin embargo, de no actuarse de manera oportuna los costos para el país serán considerables.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La pandemia del COVID-19 se ha propagado rápidamente y se ha convertido en un alto riesgo para la salud y la economía mundial. Las organizaciones multilaterales y diversas instituciones privadas han proyectado caídas en la actividad económica no vistas desde la Gran Depresión.

Por el lado de la oferta, las políticas de distanciamiento comunitario y de confinamiento han propiciado paros en la producción de múltiples bienes y servicios. Estas afectaciones son especialmente importantes para las economías más abiertas e integradas en las cadenas globales de valor y con alta exposición a servicios que se brindan presencialmente, como el turismo.

Por el lado de la demanda, el gasto de hogares y empresas se está viendo muy afectado por las propias acciones de confinamiento y la consecuente contracción en sus ingresos. Múltiples empresas enfrentan un entorno de profunda incertidumbre en la demanda de sus bienes o servicios y menores ingresos.

Las restricciones a la producción de bienes y servicios, y las afectaciones a la demanda producirán una significativa contracción en el empleo, lo que reforzará la contracción en la actividad económica.

En este entorno, también se ha reducido considerablemente la demanda de diversas materias primas, particularmente el petróleo, el cual, por problemas de almacenamiento incluso registró precios negativos recientemente en algunos marcadores.

La severidad de los efectos adversos de la pandemia sobre la economía mundial ha detonado un proceso intenso y generalizado de aversión al riesgo. Esto ha propiciado un deterioro considerable en las condiciones financieras globales.

En las economías avanzadas se han presentado salidas importantes de los mercados accionarios, buscando refugio en los instrumentos de renta fija de menor riesgo. En las economías emergentes este reacomodo de portafolios de inversión se ha visto agravado por las caídas en los precios de las materias primas y otras fuentes de ingresos provenientes del exterior, como las asociadas al turismo y las remesas. En este contexto se han presentado salidas de capital considerables, presionado los tipos de cambio, las tasas de interés y los mercados accionarios.

En respuesta a las afectaciones económicas sin precedentes y al deterioro en los mercados financieros globales, diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han implementado diversas medidas. Destacan las reducciones en las tasas de interés y una amplia gama de acciones para fortalecer las facilidades de liquidez disponibles para los intermediarios financieros y los canales de otorgamiento de crédito.

La Reserva Federal tiene como objetivo para la tasa de interés diaria de fondos federales un intervalo de 0 a 0.25 puntos base. Además ha anunciado una amplia gama de acciones para proveer liquidez y dar soporte a los mercados financieros. En particular, han ampliado sus compras de activos, incluyendo deuda corporativa con un amplio rango de calificaciones crediticias. También el Banco Central Europeo y el de Japón han ampliado significativamente sus programas de compra de activos y sus facilidades de liquidez.

Por su parte, también las autoridades fiscales en diversas economías han adoptado programas de apoyo a los hogares y empresas. En Estados Unidos se ha diferido el pago de impuestos y se han apoyado a los hogares y empresas, en total dichos apoyos se ubican alrededor de 12.6 % del PIB. En la Unión Europea los estímulos equivalen por más de 4 % del PIB, mientras que en el ámbito nacional Alemania ha aprobado apoyos que rebasan el 20 % del PIB.

Estas medidas buscan evitar una espiral de aversión al riesgo en los mercados financieros, atenuar los efectos inmediatos de la caída en los ingresos de múltiples hogares y empresas, y mitigar los efectos de la pandemia sobre el empleo.

Tras los principales anuncios de las acciones de apoyo en el ámbito monetario, fiscal y de regulación financiera en las principales economías avanzadas, se contuvo la aversión al riesgo y se presentó un menor ajuste de portafolios. Esto propició cierta reversión de las caídas registradas en diversos mercados, si bien persiste un entorno frágil y volátil.

En México, el mercado cambiario, el de renta fija y el accionario han visto disminuida su liquidez y afectadas sus condiciones de operación. En particular, después de presentar afectaciones significativas durante los episodios de mayor incertidumbre y aversión al riesgo, mostraron cierta mejoría y han presentado movimientos en un rango más acotado.

A pesar de diversas acciones que se han tomado en relación a los mercados de renta fija y la provisión de liquidez en moneda nacional y extranjera, se ha identificado la necesidad de reforzar los canales de crédito en la economía y proveer liquidez a todos los niveles.

Ante la emergencia, múltiples agentes económicos, empresas y hogares, necesitan contar con fuentes de financiamiento para poder compensar la reducción en sus ingresos por las medidas de distanciamiento social. Este factor, en combinación con la mayor aversión al riesgo que se ha presentado puede dar como resultado un mercado financiero segmentado, en el que sólo los emisores de menor riesgo y de mayor tamaño pudieran tener acceso a financiamiento.

En este entorno, la intermediación financiera se ha complicado por el aumento en la incertidumbre sobre los ingresos de empresas y hogares y el aumento en la aversión al riesgo. No obstante, es precisamente ante la emergencia cuando el adecuado funcionamiento de los canales de crédito es más necesario.

Por estas razones, y reconociendo que el marco macroeconómico global y nacional ha cambiado considerablemente en las últimas semanas, y ante la conveniencia de actuar oportunamente, es necesario tomar una decisión de política monetaria fuera del calendario anunciado y acompañarla de medidas adicionales que fortalezcan al sistema financiero y provean de mayor liquidez al sistema de pagos, a fin de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros, fortaleciendo su proceso de descubrimiento de precios en un amplio rango de activos; proveer liquidez suficiente y evitar su segmentación, para propiciar el sano desarrollo del sistema financiero, y fortalecer los canales de otorgamiento de crédito, para que el financiamiento llegue a una amplia gama de acreditados.

Por ello, es necesario identificar e implementar aquellas acciones que podrían contribuir en las siguientes dimensiones: primero, dar mayor liquidez al mercado de fondeo diario a la apertura de los mercados y ampliar el colateral elegible para las facilidades de financiamiento; segundo, ampliar los plazos y el tipo de instrumentos con los cuales la banca puede realizar operaciones en reporto con el Banco de México, a fin de dar mayor liquidez y fortalecer el mercado secundario de dichos títulos, así como realizar operaciones encaminadas a propiciar un mejor funcionamiento de la curva de rendimientos; tercero proveer recursos a la banca para que ésta otorgue crédito a micro, pequeñas y medianas empresas, así como a los hogares afectados por la pandemia.

En relación a la actividad económica en México, la información oportuna del primer trimestre del año muestra que persistió la debilidad de los trimestres anteriores. Ello tanto en los indicadores de la producción, particularmente las manufacturas, como por el lado del gasto. En particular, destaca la debilidad de la demanda interna, del consumo y especialmente la inversión. En cuanto a la demanda externa, al inicio del año las exportaciones automotrices aumentaron y el resto mostró debilidad.

Así, en adición al entorno complejo que venía enfrentando la economía mexicana, se están agregando los significativos efectos adversos de la pandemia del COVID-19. La pandemia es un factor de riesgo sin precedentes. La ausencia de un tratamiento eficaz, su rápido potencial de contagio y la fatalidad que puede ocasionar hace que la pandemia tenga implicaciones muy graves tanto en la dimensión humana como económica.

En particular, la necesidad de adoptar prácticas de distanciamiento social para reducir el ritmo de contagio ha propiciado una interrupción muy significativa en la producción de todo tipo de bienes y servicios. Este choque de oferta está teniendo efectos muy significativos en la planta productiva nacional. Además, por las propias políticas de confinamiento, múltiples establecimientos han cerrado y la población ha visto disminuidas tanto sus actividades productivas como sus oportunidades de gasto, afectando a la demanda agregada.

Las cifras más oportunas del mercado laboral que reporta el IMSS muestran los primeros efectos de la pandemia, en marzo se presentó una contracción de casi 160 mil empleos. Las mayores pérdidas de empleo se presentaron en los sectores de servicios, construcción y en la industria de la transformación.

Si bien aún los efectos de la pandemia sobre la economía mexicana son altamente inciertos, tanto por la profundidad de las afectaciones como por la duración de las mismas, se estima que la actividad económica nacional podría registrar una contracción significativa en el primer semestre del año, incluso mayor a 5 % respecto del mismo periodo del año previo.

Por lo anterior, si bien la holgura en la economía se venía ampliando, los efectos de la pandemia profundizarán significativamente la brecha negativa del producto.

Entre los principales riesgos para la actividad económica asociados a la pandemia del COVID-19, destacan, que se prolonguen las afectaciones en la producción, tanto por el cierre de actividades como por la falta de suministros de otros países afectados; menores ingresos en múltiples empresas y hogares y mayores afectaciones en el empleo; una fase de contagio pronunciada afectaría significativamente a todo tipo de actividad económica, los ingresos del sector privado y público, y propiciaría un deterioro del riesgo de crédito, lo que podría ocasionar problemas financieros y de solvencia.

Además, considerando que la duración y profundidad de la contracción económica dependen de lo prolongado del proceso de suspensión de actividades, y que este depende de los avances en la contención, en la identificación de un tratamiento eficaz y de los avances para desarrollar una vacuna, se prevé un sesgo claramente a la baja para la actividad económica y con una elevada incertidumbre.

Por otro lado, la histórica caída en los precios del petróleo ha complicado la situación de Pemex, tanto por la reducción de ingresos, como por la menor rentabilidad de sus inversiones y los diferenciales de rendimiento de su deuda se han incrementado considerablemente. Esta dinámica hace aún más difícil la coyuntura que enfrenta la economía mexicana ante los menores ingresos públicos.

Al respecto, en las últimas semanas las tres principales agencias redujeron la calificación crediticia soberana, una de ellas ubicándola en un grado superior a la perdida de grado de inversión. Adicionalmente, todas redujeron la calificación de Pemex y dos de ellas la ubicaron por debajo del grado de inversión.

Considerando el entorno externo de profunda incertidumbre y de recesión que enfrentamos, se requiere una postura macroeconómica sólida, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto. Así como de una estrategia que busque mitigar los choques adversos que está enfrentando la economía y a la vez mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Por lo que toca a la inflación general anual, esta se redujo de febrero a marzo de 3.7 a 3.25 %. Ello debido a la reducción del componente no subyacente, que pasó de 3.81 a 2.19 %, por la variación anual de -6.36 % registrada en los energéticos en marzo. La inflación subyacente permaneció prácticamente sin cambio, al pasar de 3.66 % en febrero a 3.60 % en marzo.

En este entorno, los retos en materia de inflación también están asociado a los efectos de la pandemia en la economía. Así, algunos factores la presionarán a la baja y otros al alza, y el resultado dependerá de la intensidad con la cual se presenten dichos efectos y de la interacción entre ellos.

Entre los factores que van a presionar a la inflación a la baja, en el corto plazo destacan los asociados a la caída en los precios de los energéticos y en particular las gasolinas, que reducirá considerablemente la variación anual de la inflación no subyacente en los próximos meses. A su vez, la dispersión social ya está interrumpiendo la prestación de ciertos servicios, cuyas variaciones de precios podrían disminuir. En un horizonte mayor, destacan los efectos que tendría la significativa ampliación de la brecha negativa del producto sobre los precios de diversos bienes y servicios.

En cuanto a las presiones al alza para la inflación, en el corto plazo se podrían presentar algunas afectaciones en el suministro de algunos productos, lo que podría presionar sus precios. Asimismo, los efectos de la depreciación del tipo de cambio también podrían presionar a la inflación, dependiendo de la magnitud y la persistencia del ajuste que se presente.

Si bien el escenario central para la inflación prevé que esta converja a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, los riesgos a los que está sujeta se han incrementado, tanto a la baja como al alza. Así, la incertidumbre sobre el balance de riesgos para la inflación aumentó.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, la decisión de política monetaria debe evaluar las disyuntivas asociadas a las perspectivas de inflación en un entorno, que si bien es incierto en cuanto a la magnitud y persistencia de los choques a los que está sujeta, es claro que se registrará una importante contracción económica.

Esto, en un contexto en el que las condiciones monetarias en diversas economías se han relajado considerablemente y se han adoptado una amplia gama de estímulos para revertir el deterioro en sus condiciones financieras. Por lo cual, la postura monetaria relativa se mantiene amplia respecto a otras economías, incluyendo economías emergentes de mayor riesgo crediticio que México.

Considerando el choque a la actividad económica y sus efectos financieros, hay que considerar que, ante la magnitud del choque y del aumento en la aversión al riesgo, los diferenciales de tasas de interés no han sido importantes en los ajustes de portafolio que se han presentado. Incluso, las monedas y los instrumentos con mercados más líquidos y profundos pudieron haber registrado mayores salidas. No obstante, en la medida en que se normalice el apetito por riesgo, los diferenciales de tasas podrán ser más relevantes. Asimismo, en un contexto de confinamiento y paros obligatorios en la producción de bienes y servicios, la reducción de las tasas de interés puede tener un menor efecto sobre la demanda agregada en el corto plazo. En este entorno, cobran relevancia las medidas que puedan contribuir a mantener el flujo de crédito en la economía ante este complejo entorno de contracción y aversión al riesgo.

Por ello, es necesario identificar las diferentes disyuntivas que enfrenta la política monetaria, monitorear los escenarios que se vayan materializando y definir los ajustes más convenientes para la postura de política monetaria.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 6 % y adoptar medidas adicionales para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 21 de abril de 2023

www.banxico.org.mx