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 25 de marzo de 2021

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 25 DE MARZO DE 2021

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 24 de marzo de 2021.

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

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

GALIA BORJA GÓMEZ

Desde nuestra última reunión la recuperación de la economía mundial ha seguido avanzando, aunque de manera heterogénea tanto entre países como entre sectores, en respuesta al relajamiento de las medidas de confinamiento, a los avances en el proceso de vacunación y a los estímulos fiscales aprobados para este año en varias de las principales economías. A inicios de marzo, la OCDE actualizó sus previsiones respecto a sus perspectivas económicas de diciembre de 2020 y revisó al alza el crecimiento del PIB mundial para 2021 a 5.6 % y para 2022 a 4 %.

En particular, para el caso de Estados Unidos, la actividad económica está recuperándose a un ritmo vigoroso, sobre todo a partir del impulso proporcionado por el paquete de estímulo fiscal recientemente aprobado de 1.9 billones de dólares y al avance registrado en el proceso de vacunación. Es de señalar que algunos economistas estiman que este estímulo fiscal representa alrededor de tres veces la brecha de producto de aquel país y que puede generar escenarios en donde repunte la inflación y el déficit fiscal.

En contraste, en la zona del euro, Reino Unido y Japón, la actividad económica ha mostrado una recuperación relativamente más débil como consecuencia de las restricciones impuestas para contener los contagios.

En las principales economías avanzadas la inflación aún se sitúa por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, aunque la general y la subyacente, han registrado aumentos derivados del alza en los precios de los energéticos, así como por efecto de algunos factores temporales y el término de los subsidios y recortes de impuestos implementados en algunos países en respuesta a la pandemia.

En las economías emergentes el comportamiento de la inflación ha sido más bien heterogéneo, si bien la mayoría ha registrado un alza recientemente.

Para el caso de la inflación de Estados Unidos, la recuperación económica y las expectativas de mayor crecimiento, así como los nuevos estímulos fiscales, han generado un ambiente en donde las perspectivas de inflación se han revisado al alza.

El Sistema de la Reserva Federal en su reunión de mediados de marzo mantuvo la tasa de fondos federales en un rango de 0 a 0.25 % y mantuvo sin cambios su programa de compra de activos. En el comunicado mencionaron que anticipan mayores presiones inflacionarias durante 2021 a medida que la reactivación avance, sin embargo, consideran que tendrán un carácter transitorio y por ello no se requerirá un incremento en la tasa de interés objetivo.

Por su parte, los bancos centrales del resto de las economías avanzadas también mantuvieron sin cambio sus respectivas tasas de referencia, conservando un escenario de posturas monetarias altamente acomodaticias.

No obstante, ante un escenario de elevada incertidumbre, los mercados financieros internacionales ajustaron las valuaciones de los activos financieros debido a un aumento en la parte larga y media de la curva de rendimientos de Estados Unidos.

Lo anterior generó volatilidad en los mercados accionarios, alcanzando sus principales índices, un incremento marginal por encima del 1 %.

En los mercados cambiarios el dólar estadounidense se apreció con respecto a las demás divisas y por el lado de las materias primas también hubo incrementos, en particular el precio del petróleo tuvo en un inicio aumentos significativos, no obstante, estos fueron moderándose por la decisión de la OPEP de mantener su oferta de crudo.

Para el caso de la economía mexicana, desde nuestra última reunión las perspectivas de crecimiento para 2021 se revisaron al alza. En el último informe trimestral del Banco de México se publicó un incremento de 1.5 puntos porcentuales, ubicando la tasa de crecimiento en 4.8 % para 2021.

La información más reciente indica que durante los primeros meses del año la actividad económica en el país siguió recuperándose, aunque a un ritmo menor que el observado en el trimestre previo.

El bajo dinamismo es reflejo de las restricciones en la movilidad aún presentes, así como algunas afectaciones en los procesos productivos principalmente del sector manufacturero por la escasez de semiconductores en la industria automotriz a nivel global, así como los cortes que se tuvieron en el suministro de gas natural y energía eléctrica en el país, derivados de los eventos climatológicos en el sur de Estados Unidos a mediados de febrero.

De esta manera, el Indicador Oportuno de la Actividad Económica estima anticipadamente una variación del IGAE para febrero de menos 4 %. Mientras que, las ventas totales de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales, las ventas internas al menudeo de vehículos ligeros y el gasto semanal en tarjetas de crédito y débito, registraron incrementos moderados, aunque en su mayoría todavía se encuentran en niveles inferiores a los alcanzados antes de la pandemia. El menor dinamismo también se observa en el componente de inversión, en donde los rubros de maquinaria y equipo nacional y de construcción siguen siendo los más afectados.

En México, el mercado laboral se ha visto severamente afectado por la pandemia y su recuperación aún presenta retos importantes. A enero pasado, la tasa de participación nacional observa un estancamiento debido a la menor participación en la tasa urbana. Asimismo, el deterioro de la recuperación en el mercado laboral es más fuerte para las mujeres, tanto en el sector formal como en el informal, lo que ha incrementado aún más la brecha de género en este mercado.

Considero que el balance de riesgos de la actividad económica nacional todavía se encuentra sesgado a la baja, si bien este sesgo se ha reducido ante las mejores perspectivas para la economía, se mantienen importantes retos derivados de la debilidad de la demanda y del mercado laboral internos, así como de la evolución de la pandemia.

Respecto a la posición cíclica de la economía, la información disponible sugiere que las condiciones de holgura se mantendrán en una amplitud considerable para el primer trimestre de 2021, aunque podría disminuir conforme se presente una reactivación económica más robusta.

En ese sentido, un factor relevante ha sido que a partir del 15 de febrero de este año inició en el país la Jornada Nacional de Vacunación para Adultos Mayores de 60 años y más, que es la primera etapa dentro del esquema de vacunación para la población general, la cual se ha enfocado en los grupos etarios que son más vulnerables a los efectos del COVID-19. El buen avance del programa de vacunación podría apoyar una reactivación económica más vigorosa, en la medida que se eliminen las restricciones a la movilidad social en todo el territorio nacional.

Desde la reunión anterior el tipo de cambio ha experimentado episodios de volatilidad con niveles mínimos de 19.95 pesos a máximos de 21.49 pesos por dólar. Mientras el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores tuvo ganancias de 7.94 %, la curva de rendimientos en México se desplazó hacia arriba en la parte media y larga, por el aumento en las perspectivas de crecimiento y el impacto esperado del paquete de estímulos en Estados Unidos.

La prima de seguro por incumplimiento de México de 5 años aumentó de un nivel de 84.84 a 99.74 desde la sesión anterior, reflejo de una mayor volatilidad observada en los mercados emergentes. Sin embargo, las primas por compensación por inflación implícitas en los diferenciales entre tasas nominales y reales tuvieron un aumento marginal en los nodos de 10 y 30 años, para el plazo de 3 años se mantuvo en un nivel de 3.34 %, continuando por debajo de su promedio histórico.

Además, se observó una salida por parte de los extranjeros en bonos gubernamentales y una entrada en el mercado mexicano de renta variable, no obstante, hubo una disminución en términos netos, que parece haber tenido como destino a los mercados asiáticos. Es por ello importante monitorear los efectos de la incorporación de China al índice WGBI en octubre de 2021, pues se espera que su entrada tenga como resultado un incremento en los flujos de los fondos globales hacia los activos financieros de aquel país.

En lo referente al financiamiento interno, se observó una alta demanda de liquidez por parte de las empresas y los hogares por motivos precautorios y un menor costo de oportunidad frente a tener activos de bajo o nulo rendimiento.

Las empresas de mayor tamaño siguieron reduciendo su demanda de crédito mientras que la de las pymes ha aumentado moderadamente. Sin embargo, el financiamiento interno sufrió una contracción por octavo mes consecutivo tanto a empresas grandes como de menor tamaño que confirma el estrechamiento previsto por la EnBan en cuanto a las expectativas de aprobación de crédito para el primer trimestre de 2021. Aunque las tasas de interés de crédito bancario han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario, los márgenes de intermediación continúan con niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

En materia de precios en el país, durante la primera quincena de marzo de 2021, la inflación general anual se ubicó en 4.12 %, representando un incremento de 58 puntos base con respecto al valor registrado en el mes de enero.

La inflación subyacente aumentó, situándose en 4.09 %, derivado de los aumentos que exhibieron sus dos componentes al interior. Por una parte, el de las mercancías alimentarias se mantuvo elevado. Mientras que, el componente de mercancías no alimentarias sigue mostrando una dinámica ascendente, debido principalmente a los incrementos en los precios de muebles y aparatos domésticos, ropa y calzado, material de entretenimiento y, vehículos y accesorios.

Además, los precios en el rubro de servicios se incrementaron en la primera quincena de marzo, rompiendo la dinámica descendente que venía observándose desde enero. El incremento reflejó los aumentos en los precios registrados en los rubros de servicios de telecomunicaciones y en los de transporte y automóvil. Mientras que continuaron registrándose menores incrementos en los precios de la vivienda y la educación, sugiriendo la prevalencia de la debilidad en el mercado interno para estos servicios.

La inflación no subyacente anual se incrementó de manera importante entre enero y la primera quincena de marzo de este año, pasando de 2.63 a 4.19 %, debido al fuerte incremento en los precios de los energéticos, y en menor medida al incremento registrado en los precios de los bienes agropecuarios, especialmente los pecuarios.

Ponderando los elementos anteriores, considero que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado en el margen, no obstante, de acuerdo con los pronósticos del *staff* del Banco de México, la trayectoria de la inflación comenzará a converger hacia la meta del Banco a partir de la segunda mitad del año.

En esta ocasión, el sentido de mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 %.

La complejidad de la actual coyuntura en materia económica en el país merece ciertas reflexiones.

Por un lado, se prevé que la inflación general repunte durante el segundo trimestre del año por dos factores que modificarán al alza el componente no subyacente de la inflación en el corto plazo.

Uno tiene que ver con el efecto aritmético relacionado con la baja base de comparación anual. El segundo tiene que ver con los incrementos previsibles que ya se están manifestando en los precios de los energéticos por la reactivación económica a nivel global. En principio, ambos factores son generados por choques de oferta que son transitorios y que dan lugar a cambios en precios relativos o de primer orden en la inflación.

Por otro lado, desde nuestra reunión anterior hemos observado una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales que se encuentra explicada principalmente por el incremento en los nodos mediano y largo de la curva de rendimientos de Estados Unidos; un incremento de las expectativas de inflación y la perspectiva de una recuperación económica más vigorosa ante los nuevos estímulos fiscales.

Esta situación ha provocado un aumento en la aversión al riesgo y del mismo modo, una reversión de los flujos de capital en diversas economías emergentes, incluyendo a México.

Veo prudente realizar una pausa en el ciclo de relajación monetaria y quiero señalar que esto no debe tomarse como el fin del ciclo de relajación, sino la pausa que nos permitirá validar la evolución descendente que se espera en el componente subyacente.

Hacia delante tendremos que evaluar de manera oportuna si hay señales o no de posibles efectos de segundo orden que puedan desanclar las expectativas de inflación en el país, así como los efectos que pueda tener el estímulo fiscal en Estados Unidos, las condiciones en que operan los mercados financieros internacionales y las condiciones de holgura.

Anteriormente existieron condiciones propicias para actuar de manera concurrente con el ciclo de relajación. Por lo que tendremos que vigilar cuidadosamente la información disponible y en su momento evaluar si se presenta otra oportunidad para apuntalar la recuperación económica sin poner en riesgo la estabilidad de precios, con el objetivo de que el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos no se vean comprometidos.

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

A pesar de algunos rebrotes de la pandemia y de la implementación de nuevas medidas de distanciamiento social en varios países, la economía mundial continuó recuperándose en los primeros meses del año. En este contexto, las estimaciones de crecimiento para 2021 han continuado aumentando. La OCDE, por ejemplo, ahora pronostica que la economía mundial crecerá 5.6 % en 2021, mientras que en diciembre anticipaba un crecimiento de solo 4.2 %. El ajuste más importante se dio en el crecimiento estimado para Estados Unidos, el cual pasó de 3.2 a 6.5 %. Este incremento está asociado a la aprobación de un ambicioso programa de estímulo fiscal y al rápido progreso en la aplicación de vacunas en ese país. Si bien es cierto que aún persisten riesgos para la economía mundial, el avance en la vacunación y los indicios de contención de la pandemia en varios países han contribuido a mejorar significativamente las expectativas económicas.

Por otro lado, la inflación en economías avanzadas continuó por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Si bien las expectativas de inflación en Estados Unidos se han incrementado ligeramente, la Reserva Federal prevé que el incremento de la inflación en este año será de carácter transitorio. En este sentido, cabe recordar que la inflación ha permanecido persistentemente baja en los últimos años, por lo que aún está por verse si la recuperación económica incide en esta ocasión en forma sostenida sobre los precios. Por su parte, la inflación en economías emergentes también continúa cerca o incluso por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, estos han presentado recientemente una cierta volatilidad que se ha traducido en aumentos importantes en las tasas de interés de largo plazo. Esta situación se explica fundamentalmente porque algunos participantes del mercado parecen no haber entendido el nuevo marco de conducción de la política monetaria en Estados Unidos o quizá porque desconfían de la convicción con la que será implementada dicha política.

Con respecto a este tema, vale la pena recordar el carácter sumamente acomodaticio que imprime a la política monetaria el cambio en los objetivos de largo plazo anunciado en agosto pasado por la Reserva Federal. Por un lado, el objetivo de máximo empleo es más ambicioso que antes, ya que este ahora se define como de base amplia e incluyente. La propia Fed ha reconocido que los beneficios de la recuperación económica alcanzan a los menos favorecidos únicamente después de varios años de crecimiento sostenido. Por otro lado, el objetivo de estabilidad de precios es más laxo que antes ya que, después de que la inflación ha permanecido por debajo de 2 % por un cierto periodo, ahora se permitirá que la inflación se ubique moderadamente por encima del 2 % por un cierto tiempo. Lo anterior implica que la política monetaria deberá permanecer en una posición acomodaticia por un periodo relativamente más prolongado de lo que implicaba el régimen anterior. Igualmente, esto implica que incrementos transitorios en la inflación no se traducirán mecánicamente en incrementos de la tasa de interés de la Reserva Federal.

En congruencia con lo anterior, la mediana de los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal continúa situando la tasa de política monetaria en su límite inferior por lo menos hasta finales del 2023. Sin embargo, la trayectoria implícita en instrumentos de mercado discrepa de las previsiones de la Fed y anticipa que la tasa comience a incrementarse en 2022. Las razones detrás de esta discrepancia son ya sea incomprensión o desconfianza en la implementación del nuevo marco de política monetaria. Por ello, en la medida en que la Fed logre transmitir señales claras y consistentes sobre su política, es previsible que las dudas sobre este tema podrán irse disipando. En este contexto, también cobran relevancia los mensajes expresados por otros bancos centrales de economías avanzadas en el sentido de que mantendrán posturas monetarias acomodaticias por un periodo relativamente prolongado.

En este marco, los mercados accionarios de economías avanzadas presentaron movimientos mixtos y moderados, influidos favorablemente por la mejoría en las perspectivas económicas globales y negativamente por el incremento en las tasas de interés de largo plazo. Por su parte, los precios de las materias primas se han incrementado en consonancia con el aumento esperado en la actividad económica mundial.

En cuanto a los mercados financieros emergentes, las tasas de interés de mediano y largo plazo también se incrementaron a la par de los acontecimientos descritos y se registraron flujos de fondos negativos. En general, las monedas de estas economías se depreciaron frente al dólar estadounidense y se observó un ligero incremento en los indicadores de riesgo-país. En este entorno, la gran mayoría de los bancos centrales de economías emergentes mantienen posturas monetarias fuertemente acomodaticias. Si bien es cierto que algunos bancos centrales de estos países han incrementado recientemente sus tasas de referencia, debe resaltarse el carácter idiosincrático de estas decisiones, por lo que no deberían hacerse extrapolaciones simplistas de dichos episodios.

Hacia delante, no debe perderse de vista que los mercados financieros continuarán siendo favorecidos por las perspectivas de recuperación económica. En ese sentido, no puede descartarse la posibilidad de una reversión en las tasas de interés de largo plazo en el caso de que las expectativas de mercado comiencen a alinearse con los mensajes y acciones de la Fed. Evidentemente, tampoco pueden descartarse del todo episodios adicionales de volatilidad en tanto persista algún grado de incertidumbre o desconfianza sobre la trayectoria futura de las tasas de interés.

La economía mexicana, por su parte, ha continuado operando bajo amplias condiciones de holgura. Distintos indicadores revelan la amplitud de la holgura en la economía: la brecha del producto, por ejemplo, continuó cercana a 7 %, lo que refleja una amplia subutilización de los recursos disponibles en la economía. Asimismo, la tasa de subocupación laboral se ubicó en 15 %, cerca del doble del nivel observado en tiempos normales. Además, a fines de 2020 y principios de 2021 se registró una pérdida de dinamismo en la economía mexicana asociada tanto a las restricciones de movilidad implementadas en algunas entidades como a la interrupción temporal del suministro de algunos insumos industriales. En cuanto a los componentes de la demanda agregada, la inversión y el consumo continúan como los elementos más débiles, mientras que el sector externo continúa mostrando el mayor dinamismo, si bien la producción y las exportaciones automotrices se vieron afectadas recientemente por la escasez de semiconductores.

Las expectativas de crecimiento económico para México se han revisado significativamente al alza alentadas por diversos factores: las perspectivas favorables de la economía estadounidense; un desempeño mejor a lo esperado en la segunda mitad de 2020; la expectativa de avance en el programa de vacunación y la mayor actividad asociada al proceso electoral de junio de 2021. Con las circunstancias descritas y dadas las condiciones de holgura de la economía, es muy factible que la economía crezca más de 5 % en 2021 a pesar de la debilidad en la inversión. Este crecimiento, sin embargo, no será sostenible ni duradero en ausencia de una recuperación importante de la inversión productiva en el mediano y largo plazo.

Por su parte, el financiamiento en la economía continuó mostrando un fuerte deterioro sin que se observen signos de recuperación en el margen. El crédito empresarial muestra una tasa de crecimiento real anual negativo de -5 %, mientras que el crédito dirigido a pymes se ha contraído en forma aún más grave en -8.2 %. Esta tendencia va a contracorriente de lo observado en otros países, tanto avanzados como emergentes, en donde el crédito empresarial ha continuado expandiéndose, impulsado, entre otros factores, por tasas de interés reales menores a las prevalecientes en México.

La inflación en la primera quincena de marzo se ubicó en 4.12 %, por encima del intervalo establecido por el Banco de México. Esto no debe alarmar ni interpretarse como un incremento generalizado de precios. De hecho, desde que comenzó la pandemia, la proporción de bienes y servicios que han registrado variaciones mensuales estadísticamente significativas e inferiores a sus promedios históricos se encuentra cercana al 50 % y el porcentaje es incluso mayor si se consideran únicamente los componentes de la inflación subyacente. Este indicador muestra el efecto extensivo del impacto de las condiciones de holgura sobre los precios. La razón por la que esto no se ha traducido en una inflación menor es que una minoría de bienes ha experimentado incrementos relativamente fuertes, por lo que el componente intensivo de aumentos en algunos precios ha predominado sobre el componente extensivo de las reducciones en la mayoría de los

precios. Un indicador alternativo, la inflación subyacente fundamental, por ejemplo, se mantiene en apenas 3.17 %.

En cuanto al pronóstico de inflación, se prevé un aumento importante de la inflación general en el periodo marzo-junio del presente año, si bien se espera que este sea de carácter transitorio ya que este aumento se debe, en buena medida, a factores asociados a la baja base de comparación del año previo. Las estimaciones del *staff* del Banco de México prevén que tanto la inflación general como la subyacente comiencen a disminuir a partir de julio y que se ubiquen más cerca a la meta de 3 % durante todo el segundo semestre de 2021.

Es importante enfatizar que ninguno de los determinantes de la inflación ha sufrido un deterioro significativo que anticipe presiones al alza sobre los precios. Primero, la economía continúa operando con un amplio nivel de holgura, lo que en principio implica presiones a la baja. Segundo, el tipo de cambio ha resistido los episodios de volatilidad y la depreciación del peso ha sido relativamente moderada. Tercero, a pesar del incremento registrado en los precios internacionales del petróleo, se espera que su impacto sobre los precios internos sea mitigado parcialmente con la política de precios del Gobierno Federal.

En cuanto a las expectativas de inflación que provienen de encuestas, si bien las del cierre de 2021 aumentaron recientemente, las de mediano y largo plazos permanecieron estables. Asimismo, las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado permanecieron ancladas en niveles muy cercanos a 3 % para el promedio de 1 a 10 años.

Por su parte, los mercados financieros nacionales mostraron un desempeño mixto durante el periodo. Por un lado, el mercado de valores mexicano se vio favorecido por la mejoría en las perspectivas de crecimiento económico, lo que le permitió registrar uno de los incrementos de mayor magnitud entre las bolsas de economías emergentes de 8 %. Por otro lado, el aumento de las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales provocó un incremento en las tasas de bonos gubernamentales mexicanos, así como un ligero aumento en la prima de riesgo soberano y una moderada depreciación del peso.

Hacia adelante, se prevé que los mercados financieros nacionales continuarán siendo beneficiados por las perspectivas favorables de crecimiento económico y es posible que puedan serlo aún más en caso de que empiece a observarse una mayor convergencia entre las expectativas del mercado en Estados Unidos y las acciones y mensajes de la Reserva Federal. Eventualmente esto podría dar lugar no sólo a una reducción en las tasas de interés de mediano y largo plazo, sino también a una apreciación de la moneda mexicana.

En relación con el comportamiento del riesgo soberano, cabe destacar que, a pesar de su reciente incremento, los niveles del *CDS* continúan en niveles bajos, similares a los registrados antes de la pandemia e incluso inferiores al promedio de años previos. Los niveles de este bajo riesgo soberano podrían estar asociados a la disciplina fiscal observada que ha logrado distinguir a México de aquellos países cuyos indicadores fiscales se deterioraron a causa del mayor endeudamiento en el que incurrieron a raíz de la pandemia. En ese sentido, es importante señalar que cada vez parece más lejana la posibilidad de que el soberano pierda el grado de inversión en los próximos años.

En el contexto antes descrito, mi voto es a favor de mantener la tasa de interés objetivo en 4 %. Considero que esta pausa permitirá fortalecer el mensaje del compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios en una coyuntura en la que se perciben preocupaciones de diversa índole por factores tanto internos como externos. Hacia delante, considero que aún existe espacio para reducciones adicionales de la tasa de interés que, de materializarse, podrían contribuir a la recuperación de la economía mexicana sin poner en riesgo el objetivo de la estabilidad de precios.

En la coyuntura actual es importante puntualizar que México, a diferencia de otros países, ha mantenido fundamentos macroeconómicos sólidos que le podrían permitir implementar una postura acomodaticia por un tiempo prolongado, sin necesidad de adelantarse a los ajustes que eventualmente realizará la Reserva

Federal. La disciplina fiscal que se ha observado en México ha contribuido a disminuir la absorción interna y, por tanto, a mejorar la cuenta corriente, lo que a su vez contribuye a reducir la presión sobre el tipo de cambio. La disciplina fiscal también retira una presión sobre la prima de riesgo soberano y evita salidas de capitales asociadas a una preocupación de impago. Como resultado de lo anterior, considero que nuestro país enfrentará menores presiones para ajustar al alza su tasa de referencia.

Es también pertinente enfatizar que el origen del reciente episodio de volatilidad en los mercados globales es la perspectiva de una recuperación económica acelerada en nuestro más importante socio comercial, por lo que esto en sí no se trata de un choque en esencia negativo. Desde mi punto de vista, la mayor parte de la volatilidad proviene de la percepción inadecuada del rol que jugarán los bancos centrales en el proceso de recuperación, lo cual considero que se resolverá eventualmente siempre y cuando la Reserva Federal mantenga claridad y constancia en sus mensajes y acciones de política, tal y como lo ha venido haciendo hasta ahora.

En general, considero que México se beneficiaría de reducciones adicionales en la tasa de referencia por diversas razones. Primero, la economía continuará operando por un periodo prolongado con amplios niveles de holgura. Segundo, se observa un desempeño desfavorable en aquellos rubros en donde la política monetaria tiene un impacto directo, como el crédito a hogares y empresas, así como en el consumo y la inversión. Tercero, el superávit de cuenta corriente refleja que la posición monetaria es aún restrictiva para las condiciones económicas actuales, pues provoca una brecha entre el ahorro nacional y la inversión. Cuarto, la tasa de interés real de México continúa por encima de la observada en la mayoría de las economías emergentes.

Finalmente, considero que en unos meses podría haber una ventana de oportunidad para continuar con el proceso de relajamiento monetario en la medida en la que el resto de las políticas macroeconómicas continúen funcionando como un factor de estabilidad y un anclaje de los precios y conforme se vaya resolviendo la incertidumbre actual en los mercados financieros. Considero que esto podría lograrse sin poner en riesgo la convergencia ordenada de la inflación hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Desde nuestra última decisión del 11 de febrero, la ventana de oportunidad para un mayor relajamiento monetario se ha cerrado. Hemos visto un incremento preocupante en la inflación, un empinamiento mucho más pronunciado en nuestra curva de rendimientos, una mayor depreciación de la moneda, un aumento en la aversión al riesgo y ciertas afectaciones a la estabilidad macrofinanciera. En buena medida, este viraje hacía un escenario que demanda mayor cautela tiene su origen en el exterior por la aprobación del paquete fiscal en Estados Unidos. Esta medida supera por mucho la brecha de producto y genera expectativas inflacionarias para el largo plazo al no ser considerado como un fenómeno transitorio. En general, se han observado condiciones financieras globales más restrictivas con incrementos generalizados en todos los plazos de las curvas de rendimiento en la mayoría de los países.

Por tanto, mi voto es por mantener el objetivo de la tasa de fondeo interbancario a un día en 4 %. Si bien, se ha confirmado que la recuperación económica permanece frágil y necesita de todo el apoyo monetario posible, se presentan consideraciones que nos obligan a pausar. Específicamente, surgen serias dudas sobre la trayectoria proyectada de la inflación convergente hacía la meta, en especial en el corto plazo; la posibilidad de más choques externos financieros; la estabilidad del sistema financiero; la evolución de la pandemia y de la campaña de vacunación, y los límites que enfrenta una tasa de referencia baja. En consecuencia, es momento de evaluar con cautela el espacio de la política monetaria y evitar encontrarnos más adelante en una posición de vulnerabilidad que socave la credibilidad del Banco Central, así como el anclaje de las expectativas inflacionarias.

El balance de riesgos para la inflación se ha tornado visiblemente al alza en el corto plazo. En la primera quincena de marzo la inflación general y la subyacente registraron 4.1 %, ambas muy por arriba del consenso del mercado, e incluso por encima de la expectativa más pesimista. Es muy probable que la inflación subyacente terminará este mes en su nivel más elevado desde febrero de 2018 y se proyecta superior a 5 % para abril, derivado en gran medida por el efecto de su base de comparación. Aunque la trayectoria estimada que tenemos apunta a una disminución significativa a partir de mayo, no queda claro que se vaya a materializar, en particular que el componente subyacente perderá la persistencia que ha mostrado por tres años. Al mismo tiempo, hay nuevos riesgos al alza en cuanto a los incrementos en los costos de fletes y materias primas en los mercados mundiales y aumentos en los precios de servicios turísticos a nivel nacional. Los bienes y servicios cuyos precios son más susceptibles a presiones de referencias de precios energéticos y de tipo de cambio son los que más están aumentando. Al mismo tiempo, las condiciones de holgura pudieran ser insuficientes para contraponerse a los efectos de los choques de oferta.

La recuperación económica se mantiene en una situación crítica. Después de dos trimestres de crecimiento económico visible, se anticipa que el primer trimestre de este año terminará con una tasa ligeramente negativa o, en el caso más optimista, cercana a cero. A pesar de una recuperación muy vigorosa en Estados Unidos, se observó un retroceso en las exportaciones mexicanas debido a la escasez mundial de insumos claves. La producción manufacturera nacional se vio afectada por las interrupciones del suministro eléctrico y de gas natural en ciertos estados. Estamos experimentando una gran fragilidad en esta fase de recuperación e incluso un incremento en su heterogeneidad por sectores y regiones. Nuestra principal preocupación es el mercado laboral, que refleja una recuperación muy lenta en su conjunto y manifiesta desigualdades crecientes de género y edad.

Lo anterior subraya el hecho de que el apoyo monetario debería continuar, especialmente ante la falta de soporte fiscal. Lo ideal hubiera sido la instrumentación de un paquete fiscal de rescate dentro de las posibilidades que ofrecen las finanzas públicas. Sin embargo, dado que no se realizó y sabemos que no se hará en el futuro, la política monetaria sigue siendo la única herramienta a nuestro alcance, aun cuando no es lo idóneo. Por ello, reiteramos la necesidad de un apoyo monetario tan acomodaticio como las condiciones financieras internas y externas lo permitan. Es en este sentido, que debemos enfatizar en nuestro anuncio que esta pausa en el ciclo de relajamiento no significa que ha terminado, sino solo que tenemos que buscar cuidadosamente las ventanas de oportunidad en los siguientes meses para seguir apuntalando el proceso de recuperación económica.

El panorama externo favorable que permitió el relajamiento monetario en las anteriores decisiones se ha tornado en uno de mayor aversión al riesgo. A nivel global, los precios de los activos de riesgo se han incrementado por la excesiva liquidez y no por las expectativas sobre la recuperación económica. Esto implica un riesgo latente del ajuste de estos precios y por ende más volatilidad. Por su parte, la pendiente de las curvas de rendimiento de los bonos en los países desarrollados se ha incrementado, en especial en los plazos mayores de diez años en Estados Unidos. Esto refleja las preocupaciones inflacionarias por los programas de estímulo ya mencionados y el exceso de deuda. A consecuencia, la parte larga de la curva en México tiene un incremento ya acumulado en el año de entre 80 y 100 puntos base, mientras que las primas de riesgo mexicanas, medidas por el *CDS* de cinco años, están arriba de lo que estaban en la decisión pasada.

Los riesgos de choques externos financieros demandan una acción cauta para la calibración de riesgos mayores. Por ello, pese a la retórica de la Reserva Federal, algunos bancos centrales comienzan a tomar una postura de menor relajamiento. En algunos casos, como el de Brasil, los ha llevado inclusive a incrementar sus tasas de referencia después de largo tiempo de no hacerlo. En cuanto a los flujos de portafolio provenientes del exterior, a consecuencia de la mayor aversión, han mostrado salidas en lo que va del año, en especial en la parte media y larga de la curva. Por su parte, la moneda mexicana, al igual que otras divisas emergentes, se ha depreciado y su comportamiento ha sido más volátil. Esto, junto con los

incrementos y la volatilidad en las referencias internacionales de precios energéticos, pudieran representar presiones inflacionarias que en este momento son difíciles de anticipar.

Los riesgos a la estabilidad financiera se han ampliado pese al relajamiento monetario. Empresas y familias presentan mayor grado de morosidad frente a un entorno económico de recuperación débil. Esto pese a que la mayor parte de los créditos están pactados a tasa variable y se ven beneficiados por la política monetaria acomodaticia. En adición, las tasas bajas tienden a reducir la rentabilidad de las instituciones financieras, especialmente las más pequeñas, por la caída en su margen financiero. Por lo que, debido al incremento en la morosidad, baja rentabilidad y los requerimientos regulatorios, se disminuye el margen de maniobra para expandir la oferta de crédito. Por último, el exceso de liquidez global ha impulsado el perfil de toma de riesgos por parte de los inversionistas globales, lo cual ha afectado la valoración y riesgo de los portafolios de mercado de las instituciones financieras.

Estamos cerca del límite inferior de la tasa de referencia, por lo que se debe administrar con cautela el espacio existente. Las circunstancias externas tan volátiles han reducido el margen de maniobra de la postura monetaria relativa. Por su parte, el espacio que ofrece la postura absoluta puede reducirse debido a mayores tasas de inflación y un incremento en la tasa neutral de corto plazo. El margen que en el pasado se tuvo para presionar por tasas de interés más bajas y tener confianza en la dirección que se tomaba empieza a ser menos claro. Si queremos mantener tasas bajas para apoyar la recuperación de la economía debemos actuar con cautela y solo proseguir con el ciclo acomodaticio cuando las circunstancias lo permitan.

Además, hay consideraciones que el Banco Central debe tomar en cuenta para conservar su credibilidad y cumplir con su mandato. El ámbito de acción del Banco de México está limitado por los aspectos económico-financieros internos y externos que evolucionan rápidamente y en direcciones difíciles de detectar. La política económica se encuentra en un territorio de muchas incógnitas que habrá que despejar y evitar que nos tomen por sorpresa. Lo anterior, nos exige mayor cautela en el corto plazo y esperar a que se presenten de nuevo mejores oportunidades.

En consecuencia, una pausa es necesaria para evaluar los límites y los riesgos para así tomar la mejor decisión de política monetaria más adelante. El dilema de la política monetaria es una economía en recesión con un alza que se anticipa temporal de la inflación y un componente subyacente que no cede. Hay que reconocer que las condiciones extraordinarias producidas por la pandemia y el rezago con el que actúa la política monetaria nos obligan a considerar cautela para reflexionar sobre el rumbo futuro. Por lo pronto, esperemos que más adelante se abra de nuevo una ventana de oportunidad para profundizar el relajamiento que mitigue los efectos de la recesión económica y refuerce nuestro compromiso con la estabilidad monetaria y la reactivación económica.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

La economía mundial continúa recuperándose gracias a la disminución de nuevos casos en países avanzados, los avances del proceso de vacunación y los cuantiosos paquetes de estímulo fiscal y monetario en las principales economías.

Por ello, si bien se sigue observando gran heterogeneidad en el desempeño económico entre sectores, países y regiones, a nivel agregado, el mejor desempeño respecto a lo esperado de indicadores prospectivos y de mayor frecuencia contribuyó a que analistas y organismos internacionales ajustaran al alza sus pronósticos de crecimiento para este año y el entrante.

Ante la expectativa de una recuperación más vigorosa en el futuro inmediato, en particular de la economía estadounidense dada la aprobación del quinto paquete fiscal, así como a la reanimación de los mercados laborales en diferentes países, las estimaciones de la inflación mundial también han aumentado, al tiempo que las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario de mediano plazo se han incrementado sensiblemente.

El paquete fiscal estadounidense ha divido las opiniones de los especialistas. Algunos argumentan que el cuantioso monto llevaría a un sobrecalentamiento de la economía y el desanclaje de las expectativas inflacionarias, mientras que otros no consideran que pueda llevar a la inflación consistentemente por encima de su objetivo y generar un endurecimiento prematuro en las condiciones financieras, que pudiera obstaculizar el incipiente proceso de recuperación económica mundial. En cualquier caso, su aprobación ha tenido un efecto sustantivo en las perspectivas económicas mundiales y en los mercados financieros internacionales.

Mientras tanto, la inflación general ha registrado aumentos prácticamente en todas las regiones como consecuencia de incrementos en los precios de los energéticos. En las economías emergentes, este impulso ha sido exacerbado por la depreciación de sus monedas.

No obstante, los bancos centrales de economías desarrolladas dejaron inalteradas sus tasas de referencia y comunicaron que no endurecerán sus posturas monetarias hasta observar una convergencia de la inflación a su objetivo y el cierre en la brecha del producto. Destaca Estados Unidos, donde las presiones inflacionarias parecen ser de demanda. A pesar de ello, en su decisión de marzo, la Reserva Federal decidió mantener su tasa de referencia en el rango 0 a 0.25 % y su programa de compra de activos por 120 mil millones de dólares. Reiteró su compromiso de mantener una postura monetaria acomodaticia por un periodo prolongado hasta alcanzar los objetivos de empleo máximo e inflación de 2 % en el largo plazo.

Por su parte, los bancos centrales de algunas economías emergentes como Brasil, India, Rusia, Perú, Polonia y Hungría, que han registrado presiones inflacionarias, empiezan a asumir una postura menos laxa; incluso algunos ya han iniciado un proceso de normalización aumentando de manera sorpresiva su tasa de interés.

A pesar de la mejora en las perspectivas para la actividad económica global, persisten diversos riesgos para el crecimiento. Entre ellos, resaltan posibles retrocesos en el proceso de inoculación, en especial en los países menos desarrollados, ya sea por problemas en la producción y/o distribución de las vacunas o la evolución de nuevas variantes del virus, así como posibles sorpresas inflacionarias que obligarían a los bancos centrales a revertir el estímulo monetario. Lo anterior generaría condiciones financieras más astringentes que, ante los históricos niveles de deuda pública y privada, podría representar una amenaza para la estabilidad financiera global.

En los mercados financieros internacionales se han observado episodios de volatilidad en las últimas semanas. Mientras que los activos de renta variable presentan movimientos favorables por la mejoría en las perspectivas de crecimiento, los de renta fija han comenzado a incorporar expectativas de mayores presiones inflacionarias. En específico, las tasas de interés de bonos gubernamentales a diez años en Estados Unidos se han incrementado 82 puntos base en el año. Los mercados accionarios, por su parte, presentaron avances moderados en un entorno volátil, con excepción del sector tecnológico debido a una posible sobrevaluación. En el mercado cambiario, el dólar estadounidense mostró una consistente tendencia de apreciación. En materias primas, los precios de energéticos mostraron importantes aumentos, aunque también presentaron volatilidad durante el período de referencia.

En este entorno, los mercados financieros emergentes registraron comportamientos menos favorables, al incorporar la perspectiva de un apretamiento en las condiciones financieras globales ante el riesgo de un ciclo de subidas de tasas en los países desarrollados. Así, los flujos de capital hacia los activos de renta fija presentaron un comportamiento negativo, revirtiendo el desempeño positivo de los últimos meses, mientras que los de renta variable continúan registrando entradas, principalmente hacia la región asiática. Entre estas economías destaca China como destino preferido ante su notable desempeño y próxima incorporación al *World Government Bond Index*. Dicha tendencia ha hecho evidente que ante el nuevo entorno los mercados emergentes tendrán un reto mayor para atraer ahorro externo y que los diferenciales de tasas, *carry trade*, vigentes no serán suficientes para evitar el “vuelo a la calidad” o *flight-to-quality*.

En México, la reactivación económica se debilitó a partir del último trimestre de 2020 como consecuencia del recrudecimiento de la pandemia y las nuevas restricciones a la movilidad. De hecho, algunos indicadores oportunos apuntan a un retroceso durante los primeros meses de 2021.

Respecto a la demanda, el desempeño favorable de las exportaciones se desaceleró durante enero y los datos a diciembre de consumo e inversión mostraron contracciones**.** La fuerte pérdida de empleos y el deterioro en la confianza del consumidor sugieren que la recuperación del consumo seguirá siendo lenta, a pesar del dinamismo en los ingresos por remesas. La inversión y sus componentes permanecen por debajo de los niveles previos a la pandemia, aunados a la atonía de las importaciones de capital y las ventas de vehículos pesados.

En cuanto a la oferta, se estima que la producción también haya perdido dinamismo. En particular, la actividad industrial y el sector servicios se han visto afectados por la reimposición de restricciones a la actividad en algunas entidades. Adicionalmente, la interrupción temporal en la importación de gas natural desde Estados Unidos en febrero y la escasez global de semiconductores que afecta la industria automotriz refuerzan la expectativa de una recuperación gradual y heterogénea entre sectores y regiones.

Las condiciones de holgura se mantienen amplias. No obstante, conforme se relajen las restricciones a la movilidad y se logre un mayor avance en el proceso de vacunación, se espera una aceleración en el ritmo de recuperación hacia el segundo semestre del año. Dado un mejor panorama de desempeño económico global, los pronósticos de crecimiento para este año también se han ajustado al alza en el escenario central para alcanzar 4.9 %.

En concordancia con lo sucedido con la actividad económica, la recuperación en el mercado laboral ha perdido fuerza e incluso algunos indicadores se deterioraron en el margen. Entre ellos, la estimación de la tasa de desocupación urbana se ubican por encima de 6.5 % y la medida más amplia de desocupación, que incluye la población desocupada, la subocupada y la disponible para trabajar, aumentó en 900 mil personas entre diciembre y enero.

En relación con los mercados financieros locales, estos han presentado deterioro en las condiciones de operación y un aumento en la volatilidad durante las últimas semanas, en congruencia con lo observado en los mercados internacionales.

El tipo de cambio operó en un rango entre 19.95 y 21.49 pesos por dólar mientras que el mercado accionario aumentó casi 8 %. Destaca el comportamiento de las tasas de interés que, en línea con la dinámica global, se incrementaron significativamente. Las de corto plazo aumentaron hasta 20 puntos base mientras que las de mayor duración lo hicieron en hasta 100 puntos base, con lo que la curva de rendimientos registró un empinamiento importante.

Los indicadores de riesgo soberano revirtieron la dinámica descendente de los últimos meses, influenciados por la mayor cautela global, así como por riesgos idiosincráticos. Entre estos, destacan la incertidumbre relacionada con la Ley de la Industria Eléctrica, así como la situación financiera de Pemex y sus implicaciones en las finanzas públicas y la calificación de deuda soberana.

En cuanto a la evolución de las fuentes de financiamiento, los agregados monetarios continúan expandiéndose, reflejando la persistencia de demanda por liquidez por parte de hogares y empresas. Respecto al uso, el financiamiento al sector privado se contrajo por octavo mes consecutivo, tanto por una menor colocación de deuda como por un menor crédito bancario, en un entorno de estrechas condiciones de otorgamiento a pesar de la disminución en las tasas de interés. Por su parte, los índices de morosidad se mantienen en niveles bajos aunque continúan aumentando, principalmente en créditos al consumo.

La inflación general siguió aumentando, de 3.54 a 3.76 % entre enero y febrero, alcanzando niveles mayores a los previstos por analistas y el *staff* del Banco. Destaca que la no subyacente se incrementó casi un punto porcentual, al pasar de 2.63 a 3.43 % y la subyacente pasó de 3.84 a 3.87 %. Al interior de esta última, los precios de las mercancías continuaron aumentando, en particular en esta ocasión las no alimenticias, mientras que las disminuciones en los servicios educativos contrarrestaron parcialmente las presiones. En la no subyacente, destaca la aceleración en los precios de los energéticos, particularmente en el gas doméstico.

En consonancia, las expectativas para la inflación general para el cierre de 2021 continúan ajustándose al alza al pasar de 3.66 a 3.9 %, con lo que se acercaron al límite superior del intervalo de variabilidad de nuestro objetivo, mientras que las de mayor plazo se mantuvieron estables alrededor de 3.5 %. Asimismo, si bien las extraídas de instrumentos de mercado continúan por debajo de 3.2 % han aumentado en el margen, al igual que la prima por riesgo inflacionario.

Finalmente, las previsiones para la inflación anual del Banco se revisaron nuevamente al alza prácticamente para el todo el horizonte de pronóstico. Se prevé una mayor inflación subyacente anual durante ese periodo debido a una trayectoria más depreciada del tipo de cambio y efectos indirectos del aumento en los precios de los energéticos. Asimismo, también se prevé una mayor inflación no subyacente anual por mayores aumentos de los precios de los energéticos.

La información más reciente y las previsiones de la inflación apuntan a que, a pesar de la debilidad de la actividad de la economía, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. Ello se explica por una nueva revisión al alza para el crecimiento global y local y por mayores presiones en los precios de los energéticos y en el tipo de cambio, derivadas estas últimas de la volatilidad experimentada en el mercado de bonos de largo plazo del Tesoro norteamericano ante la expectativa de una mayor recuperación económica e inflación. Ello se ha traducido en un menor apetito por riesgo y en el debilitamiento de las monedas de las economías emergentes. Es de esperar que este ambiente de incertidumbre prevalezca en tanto se vea con mayor claridad los efectos de los paquetes de estímulo sobre la inflación y la respuesta de la Reserva Federal bajo el nuevo marco de política monetaria.

Es de resaltar que para el caso de México existe evidencia estadísticamente significativa de que el aumento de las tasas de largo plazo estadounidenses incrementa los indicadores de riesgo país, lo que a su vez incide sobre el tipo de cambio, por lo que la evolución reciente de los mercados financieros internacionales sugiere que bajo un enfoque de administración de riesgos que privilegie la prudencia, la decisión de política monetaria debe considerar con mayor probabilidad de ocurrencia un tipo de cambio más depreciado, a fin de anticipar de manera más objetiva la trayectoria de la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de planeación.

Adicionalmente, la decisión de política monetaria debe incorporar el inicio de la normalización de las tasas de referencia en diferentes economías emergentes.

Ante este entorno, a pesar de los niveles de holgura en la economía, en mi opinión el balance de riesgos para la inflación se encuentra ahora sesgado al alza dado que aún nos encontramos en medio de la crisis sanitaria, es previsible que continúen presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto; conforme vayan reabriéndose las actividades, la baja inflación de servicios dejará de contrarrestar la elevada inflación de las mercancías; en sintonía con lo observado en las últimas semanas, pueden esperarse más episodios de depreciación cambiaria por factores externos o internos, y una mayor inflación a nivel internacional pudiera implicar presiones en la inflación en nuestro país, presionando aún más los precios de las mercancías.

Aunado a lo anterior, el apretamiento observado en las condiciones financieras y un bajo margen de apoyo fiscal reducen los grados de libertad para la política monetaria.

Por estas razones, mi intención de voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 %. Asimismo, considero fundamental que el comunicado de política monetaria reitere el mensaje de que la Junta de Gobierno seguirá tomando las medidas necesarias para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de planeación considerando la información disponible.

Finalmente, quisiera apuntar que desde nuestra última reunión, los riesgos idiosincráticos continúan aumentando, con repercusiones en el marco macroeconómico, institucional y de Estado de derecho.

En primer lugar, destacan los apoyos adicionales del Gobierno Federal a Pemex anunciados la semana pasada, con los cuales, el monto total de la ayuda durante 2021 ascenderá a 243 mil millones de pesos, equivalente a 1 % del PIB, a través de una menor carga fiscal, mayor capitalización y amortizaciones de deuda por un monto de 6,412 millones de dólares. Si bien estos apoyos no afectarán el déficit presupuestario del sector público, sí implicarán emisión de deuda en el mercado nacional o internacional, en un entorno de mayores tasas de interés. Además, en los próximos años Pemex enfrentará vencimientos crecientes que difícilmente podrá honrar sin un plan estructural que resuelva de raíz sus problemas y le permita alinearse a las tendencias mundiales hacia energías renovables. Por tanto, es previsible que la empresa continuará requiriendo del apoyo del Gobierno Federal y presionando las finanzas públicas.

Por otra parte, las tensiones cambiarias podrían reforzarse por aspectos como afectaciones a la calificación soberana y/o de Pemex, el proceso electoral de junio y políticas internas que generan incertidumbre. Entre estas últimas, destaca la aprobación de la reforma a la Ley de la Industria Eléctrica que, por sus características, ha desatado una cantidad sin precedente de procesos judiciales por parte de empresas y particulares, que hasta el momento han derivado en más de 20 suspensiones definitivas. Asimismo, es de resaltar que además de los efectos sobre inversionistas privados, este tema trasciende a términos y convenios internacionales que podrían derivar en acciones por parte de diversos países que generarían un ambiente de mayor incertidumbre, falta de confianza y volatilidad.

Ante este complejo entorno, considero fundamental que la política monetaria se mantenga prudente y con cautela, a fin de promover un ajuste ordenado de los mercados financieros y la convergencia sostenible de la inflación hacia la meta del 3 %.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La recuperación de la economía global sigue sujeta a los retos derivados de la pandemia, tanto ligado a la evolución de los contagios y a los avances en la distribución de vacunas, como a las medidas de apoyo a hogares y empresas. Las economías con mayores apoyos al empleo, al gasto de hogares y empresas, principalmente en economías avanzadas, alcanzarán los niveles de actividad previos a la pandemia en un menor tiempo y en algunos casos sucederá en este año.

Destaca la heterogeneidad en las perspectivas de recuperación económica, especialmente entre las economías avanzadas. El paquete de apoyo fiscal recientemente aprobado en Estados Unidos por 1.9 trillones de dólares que representa más de 9 % del PIB de 2020 se agrega al déficit previsto para el 2021 de alrededor de 10.3 % del PIB. Además, se está evaluando un paquete adicional de gasto en infraestructura. El impulso fiscal aprobado no tiene precedente desde la posguerra y rebasa en más de tres veces la brecha de producto en 2020. Este paquete fiscal ha propiciado una significativa revisión al alza en las expectativas de crecimiento en Estados Unidos para este año, las de la OCDE se revisaron de 3.2 a 6.5 %, mientras que las correspondientes a la zona euro y Japón son de 3.9 y 2.7 %, respectivamente.

Así, se prevé que la brecha del producto para la economía estadounidense será positiva antes de que termine el año y que se mantenga en terreno positivo en los siguientes 2 años, según el BIS. Esto ha propiciado una revisión al alza en las expectativas de inflación, las tasas de interés reales y las primas de riesgo inflacionario.

La expectativa de recuperación económica acelerada en Estados Unidos y de mayor inflación, ha presionado significativamente las tasas nominales de mediano y largo plazo de los bonos del Tesoro Norteamericano. Así, durante el año las tasas de interés a 10 y 30 años han aumentado más de 75 puntos base. Este aumento en las tasas nominales implica tanto un aumento en la expectativa de inflación como en la prima por riesgo inflacionario. La inflación esperada de 5 años en 5 años alcanzó 2.4 % y la prima por riesgo inflacionario subió 50 puntos base en lo que va del año.

Los mercados financieros internacionales han estado marcadamente volátiles y procesando los efectos de factores y circunstancias sin precedente, entre los cuales destacan los siguientes:

Por una parte, el origen del choque es ajeno al ciclo económico o financiero, los efectos de la pandemia de corto y mediano plazos siguen siendo el mayor reto para la recuperación económica, incluyendo la evolución de los contagios y los avances en los procesos de vacunación.

En segundo lugar, considerando que la recuperación económica dependerá del avance en la vacunación y los estímulos fiscales, ya se anticipan marcadas diferencias entre las economías avanzadas sistémicamente importantes. Así, la recuperación global se dará a un ritmo heterogéneo entre países, con diferencias significativas en sus curvas de rendimiento y con posibles ajustes cambiarios y en las cuentas externas.

Asimismo, a nivel nacional la recuperación seguirá siendo heterogénea entre sectores y regiones, con marcadas diferencias en precios relativos y reasignación de recursos.

De igual manera, el impulso fiscal estadounidense no tiene precedente desde la posguerra y no es claro cuánto de las amplias transferencias que aumentarán el ingreso disponible de los hogares será gastado y en qué horizonte de tiempo. En algunas economías avanzadas este tipo de transferencias han sido ahorradas en mayor proporción de lo esperado. Esto incrementa la incertidumbre en cuanto a la temporalidad del impacto del gasto fiscal en la demanda agregada y su efecto en la inflación.

Por último, la Reserva Federal ha modificado su estrategia de política monetaria hacia un esquema que tolera aumentos en la inflación por arriba de la meta en mayor medida que el esquema anterior. Además, han destacado que su respuesta a las brechas de empleo es asimétrica, con una respuesta cuando esta cae por debajo de sus niveles de pleno empleo y que no reacciona cuando se rebasan dichos niveles si no se desvía la inflación de su nueva meta. Este esquema parecía más adecuado para un entorno de persistente debilidad de la demanda agregada, que no es el que se presentará tras la aprobación del cuantioso estímulo fiscal. Además, los mercados financieros no tienen información previa para anticipar o extrapolar las posibles acciones o la aplicación de la nueva estrategia de respuesta de la Reserva Federal.

En su último anuncio, la Reserva Federal reafirmó su expectativa de que el estímulo fiscal propiciará un vigoroso crecimiento este año de 6.5 %, para después desacelerarse a 3.3 % en 2022 y 2.2 % en 2023. Lo cual sucederá sin presionar significativamente a los precios, con una previsión de inflación de 2.4 % en 2021, de 2 % en 2022 y de 2.1 % 2023. Por ello, la mediana de sus previsiones no considera incrementos en las tasas de fondos federales en 2021, 2022 y 2023. Esta perspectiva se basa en que prevén que se mantendrá una muy baja pendiente en la curva de Phillips, a pesar del notable estímulo fiscal.

Un primer elemento de incertidumbre respecto a la postura de política monetaria de la Reserva Federal se refiere a las compras de activos por 120 billones mensuales, que se habían diseñado para un entorno de persistente debilidad de la demanda y ahora están insertas en una coyuntura de crecientes emisiones de deuda pública y de alta incertidumbre en la parte media y larga de la curva de rendimientos. Así, un eventual anuncio de un ajuste a la baja en las compras de activos podría tener efectos significativos en los mercados.

Por todo lo anterior, los escenarios centrales para la economía y los mercados financieros en Estados Unidos se han vuelto marcadamente inciertos y con previsibles periodos de volatilidad. Así, conforme se vaya teniendo conocimiento de la información más reciente sobre la inflación en Estados Unidos, esto puede

propiciar una respuesta significativa en los mercados financieros globales. Un amplio número de inversionistas consideran que una inflación mayor a la esperada en Estados Unidos es el principal riesgo para los mercados financieros.

Para las economías emergentes, este entorno implica una mayor demanda externa y condiciones financieras más restrictivas. El aumento en las tasas de interés de mediano y de largo plazo en Estados Unidos implica crecientes dificultades para atraer y retener capital, ajustes cambiarios y presiones al alza en las curvas de rendimiento. Ello en adición a los retos por las afectaciones idiosincráticas que la pandemia ha tenido en la fortaleza macroeconómica y en las perspectivas de recuperación de las economías emergentes.

A esta coyuntura se agregan los retos por la creciente integración del mercado financiero chino en los mercados internacionales y su mayor absorción de recursos. Su inclusión en índices de renta fija globales, con tasas de intereses superiores a las de todas las economías avanzadas y múltiples emergentes, así como un reducido riesgo cambiario, ha propiciado una significativa recomposición de flujos de capital hacia la economía china. Así, el resto de las economías emergentes enfrenta actualmente un reto significativo para atraer flujos de capital.

Las economías emergentes siguen resintiendo los efectos de los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia. Ahora hay que asimilar los efectos del cuantioso impulso fiscal estadounidense, el cual aumentará la demanda por exportaciones y apoyará la recuperación económica, pero también presionará las tasas de interés a nivel global e incrementará los riesgos de ajustes abruptos en los mercados financieros. En las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es aún más importante mantener un entorno macroeconómico sólido que atraiga capital y propicie un ajuste ordenado en la economía. Al respecto, la política monetaria debe contribuir a un ajuste ordenado en los mercados, manteniendo una inflación baja y alrededor de su meta y conteniendo los aumentos en las primas de riesgo en las tasas de interés de mediano y largo plazo y el ajuste cambiario.

La pandemia ha implicado una contracción económica significativa y cambios de precios relativos profundos, con presiones al alza sobre la inflación de las mercancías y a la baja en la de los servicios. Ello en un contexto de depreciación del tipo de cambio, presiones en los ingresos fiscales, retos en la calificación crediticia soberana y aumentos recientes en las tasas externas. A esto se suman las presiones en los precios de algunas materias primas, principalmente las energéticas.

En este entorno, la política monetaria en México se ha orientado a permitir el ajuste de precios relativos, evitando un deterioro de las expectativas de inflación y de la formación de precios, a fin de mantener sostenidamente una inflación baja y estable y reducir las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos.

La economía mexicana sigue resintiendo los efectos de la pandemia. En los primeros meses del año la recuperación se desaceleró por el aumento en los contagios y las mayores restricciones a la movilidad, así como por la interrupción de algunas líneas de suministro. La recuperación ha sido marcadamente diferenciada, los subsectores que todavía tienen una contracción de más de 5 % en su actividad mensual respecto a los niveles previos a la pandemia representan alrededor del 26 % del producto.

Si bien la producción industrial a enero acumula 8 meses con variaciones mensuales positivas, su ritmo de crecimiento se ha desacelerado. A su interior, las manufacturas han liderado la recuperación, mientras que la construcción tiene niveles de actividad menores en más de 10 % respecto de los registrados a inicios de 2020.

Los servicios han presentado un comportamiento aún más diferenciado, los que se prestan de manera presencial como los servicios de alojamiento, preparación de alimentos y esparcimiento aún presentan afectaciones muy significativas.

Por el lado de la demanda interna, el consumo y, especialmente, la inversión, aún presentan afectaciones considerables y en los últimos meses se han desacelerado, reflejando los efectos de las medidas adicionales de distanciamiento.

El componente de la demanda agregada que más ha contribuido a la recuperación económica son las exportaciones, especialmente las manufactureras, que en enero rebasaron sus niveles previos a la pandemia. Al respecto, el cuantioso estímulo fiscal aprobado en Estados Unidos aumentó los pronósticos de producción industrial de 4.9 % en febrero a 6.2 % en marzo, por lo que se prevé que la demanda externa siga contribuyendo significativamente a la recuperación económica en México.

La recuperación de las exportaciones y la debilidad en las importaciones han mantenido un amplio superávit en la balanza comercial. Los ingresos por remesas siguen siendo un soporte para el consumo de más de 1.7 millones de hogares y para la recuperación económica.

La contracción en la ocupación formal e informal de febrero a abril de 2020 fue de 12.5 millones, de los cuales se han recuperado 9.7 millones a febrero, si bien ha perdido dinamismo en los últimos meses. En cuanto a los puestos de trabajo afiliados al IMSS, en febrero estos se ubicaron 3.28 % por debajo de los registrados en febrero, con un total de 20,613,536 empleos.

Considerando el importante impulso de la demanda externa y a pesar de la reciente desaceleración en la recuperación, se prevé un crecimiento de 4.9 % para este año y de 3.3 % para 2022. No obstante, dada la marcada contracción registrada en 2020 se mantendrá una amplia holgura en la economía en el horizonte de pronóstico, si bien con marcadas diferencias entre sectores.

La actividad económica se mantiene sujeta a importantes riesgos, destacando mayores contagios o retrasos en el programa de vacunación; afectaciones en el suministro de insumos para la producción; volatilidad en los mercados financieros; deterioro en la calidad de la cartera crediticia; menores ingresos públicos, afectación al riesgo soberano y al acceso a los mercados financieros y, por último, incertidumbre que afecte a la inversión.

La política monetaria y otras políticas públicas siguen enfrentado los retos asociados a la pandemia. La economía mexicana enfrentó una significativa contracción y cambios considerables de precios relativos, debido a presiones en las mercancías y desaceleración en los servicios. En esta coyuntura y con mayores retos en los mercados financieros, es necesaria una estrategia macroeconómica firme que genere confianza, que promueva un ajuste ordenado de la economía nacional.

La inflación ha resentido los efectos de la pandemia, la general ha aumentado por las recientes presiones en los energéticos, alcanzando 4.12 % en la primera quincena de marzo. La subyacente también registró incrementos, alcanzando 4.09 % en igual periodo, derivados de presiones en las mercancías de 5.81 % que han superado a la desaceleración de la variación de los servicios de 2.22 %. Esto refleja los choques a los que ha estado sujeta la inflación: interrupciones en la producción, afectaciones en las cadenas globales de suministro y presiones de costos; una recomposición del gasto de los hogares en favor de las mercancías; afectaciones en la provisión y la demanda de diversos servicios; un ajuste cambiario, así como una contracción significativa de la demanda.

La actualización del ejercicio de pronóstico para la inflación general muestra presiones en el corto plazo ligeramente mayores a la previstas. Además, en los próximos meses la inflación general se verá afectada por los efectos aritméticos asociados a la importante reducción en los precios de los energéticos registrados el año pasado. La inflación subyacente también ha resentido mayores presiones en las mercancías, en las

que siguen influyendo la recomposición de precios relativos. No obstante, se prevé que la inflación subyacente presentará una reducción gradual, especialmente a partir del tercer trimestre del año y que convergerá a niveles de 3 % en el segundo trimestre de 2022.

Entre los riesgos para la inflación al alza destacan presiones por la recomposición del gasto hacia las mercancías o presiones de costos; episodios de depreciación cambiaria y mayores presiones inflacionarias globales. Mientras que a la baja se encuentran los efectos de la brecha negativa del producto; mayores medidas de distanciamiento social y apreciación cambiaria.

Ante los retos descritos, es necesario propiciar un ajuste ordenado de precios relativos y evitar afectaciones en la formación de precios y en las expectativas de inflación. Además, los riesgos a los que están sujetos los mercados financieros nacionales y la inflación han aumentado.

La información más reciente muestra mayor persistencia en las presiones inflacionarias en la inflación subyacente, las cuales si bien se prevén que serán transitorias, es necesario mantener una postura de política monetaria prudente, que propicie una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3 %.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4 %. La conducción de la política monetaria deberá incorporar toda la información disponible, particularmente sobre la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 25 de marzo de 2024

www.banxico.org.mx